

## MURC Focus

# ECBの利下げはいつか

～メインシナリオは7月理事会

調査部 副主任研究員 土田 陽介

○ECBがいつ利下げに着手するか、金融市場での関心が高まっている。ECBは3月7日に今年2回目となる定例の政策理事会を開催し、3種類ある政策金利を据え置いた。

○ECBは物価の安定が進む一方で、景気の停滞が続くという見通しを示している。ECBは7月の理事会で0.25%ポイントの利下げを実施するという展開がメインシナリオとなるだろう。

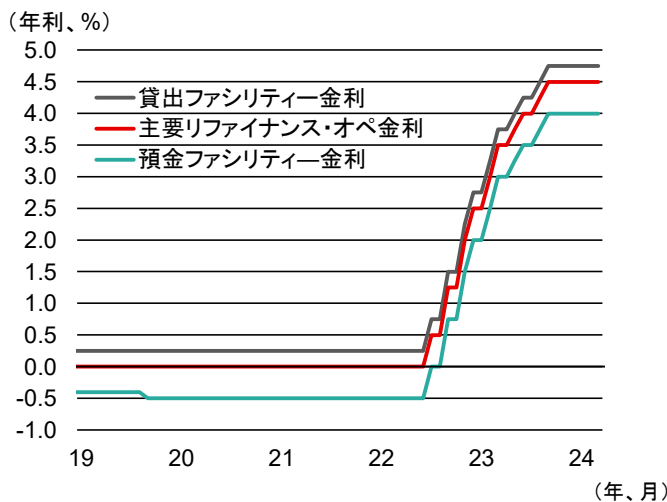
○デシインフレが進まないばかりか、かえってインフレが再加速する場合、ECBの利下げは遅れることになる。エネルギー情勢の悪化など供給のボトルネックが強まるかどうか、そのカギを握る。

## 1. 欧州中銀は3月理事会でも金利据え置き

欧州中銀(ECB)がいつ利下げに着手するか、金融市場での関心が高まっている。ECBは3月7日に定例の政策理事会を開催し、3種類ある政策金利を据え置いた(図表1)。据え置きは4会合連続となる。バランスシート政策に関しても、既往の縮小の方針(資産購入プログラムに関しては再投資をすでに停止、パンデミック緊急購入プログラムに関しては2024年後半より段階的に停止)が確認された。

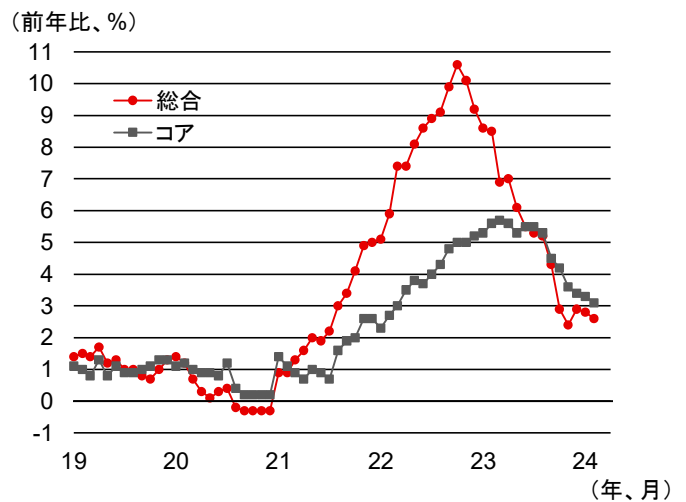
金融政策を左右する物価の動向を確認すると、ユーロ圏の消費者物価(総合ベース)は直近2024年2月時点で前年比2.6%上昇と、ECBの目標水準である2%上昇よりは依然として高いものの、デシインフレが進んでいる(図表2)。しかしデシインフレのピッチは鈍化しており、それは変動が大きい項目を除いたコアベースでも同様である。こうしたことから、ユーロ圏のインフレの粘着性は強いと判断される。

図表1. ECBの政策金利



(出所) 欧州中央銀行(ECB)

図表2. ユーロ圏の消費者物価



(注) コアは「エネルギー、食品、タバコ、アルコール」を除くベース。  
(出所) 欧州連合統計局(ユーロスタット)

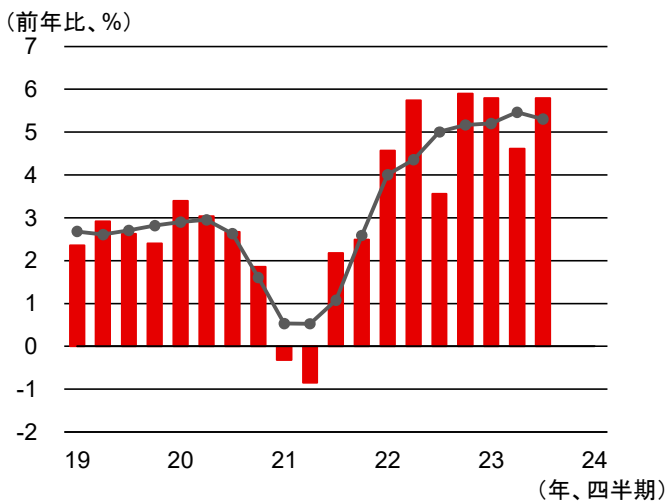
また2月の消費者物価を国別に見ると、主要国を中心にインフレの粘着性が強いことが確認される。具体的にはフランスが3.1%、スペインが2.9%、ドイツが2.7%となっている。また小国でも、クロアチア(4.8%)、エストニア(4.4%)、オーストリア(4.2%)などでインフレがまだ強い。一方、ECBの目標水準である2%上昇を下回る国はラトビア(0.7%)とイタリア(0.9%)、リトアニア(1.1%)、フィンランド(1.2%)の4カ国にとどまった。

インフレに粘着性をもたらしている大きな要因の一つに、賃金の増加圧力の強さがある。ECBが重視する指標である労働コスト指数(LCI)を確認すると、直近2023年7-9月期が前年比5.8%増と、前期(同4.6%増)からピッチが加速していることが分かる(図表3)。賃金の増加テンポが強いままだと、デysinフレが進みにくいばかりか、ECBが定める2%上昇という物価目標を上回る高インフレが定着しかねない。

加えて、住宅価格の水準が依然として高いことも、インフレの粘着性につながっていると考えられる。ユーロ圏の住宅価格は、最新2023年7-9月期時点で前年比2.2%下落と前期(同1.6%下落)からマイナス幅が拡大している(図表4)。しかし前期比で見ると、2023年1-3月期ですでに底入れしており、同年7-9月期まで2四半期連続で上昇している。

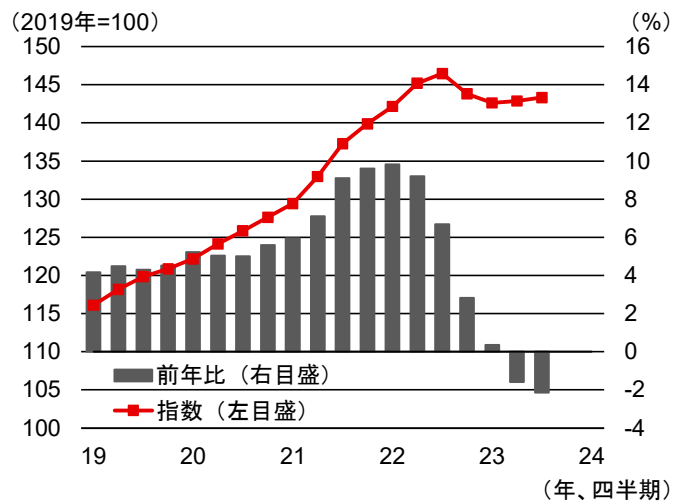
デysinフレを促す観点に立てば、住宅価格に関してはもう一段の下落が必要となるだろう。クリスティーヌ・ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、ユーロ圏の消費者物価が想定よりも早く落ち着いていると評価しながらも、利下げに対してなお慎重な姿勢を堅持している。その背景には、こうした賃金上昇圧力の強さや住宅価格の高さに鑑みれば、インフレが落ち着いたと判断するには時期尚早だと考えていることがあるのだろう。

図表3. ユーロ圏の労働コスト指数(LCI)



(注) 灰色線は4四半期移動平均。  
(出所) ユーロスタット

図表4. ユーロ圏の住宅価格



(出所) ユーロスタット

## 2. 7月理事会での利下げがメインシナリオ

ECBは3月の理事会と同時に、最新の『マクロ経済見通し』を公表し、今後の物価と景気の動向の予測を発表している。これによると、まず消費者物価に関しては、デフインフレが徐々に進み、2025年後半にはECBの目標水準である2%上昇を下回るとの見通しをメインシナリオとしている(図表5)。つまりECBは、先行きはインフレが着実に安定するという見方に立っている。

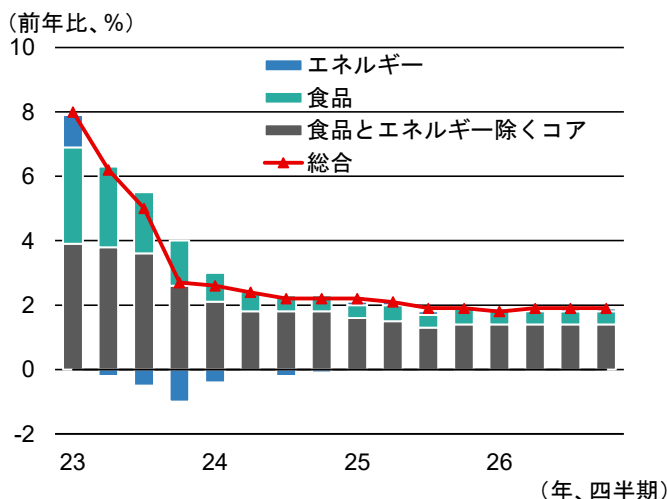
一方でECBは、景気について、2024年の実質GDP(国内総生産)が前年比0.6%増と、2023年(同0.5%増)とほぼ同じ伸びにとどまるという慎重な見方を示している(図表6)。デフインフレの進展が実質所得の増加につながるため、個人消費が堅調となって景気をけん引する一方で、金利の水準が引き続き高いため総固定資本形成が不調となって景気を下押しするというのがECBの見解である。

このようにECBは、物価の安定が進む一方で、景気の停滞が続くという見通しを示しているため、そう遠くないうちに利下げに着手することになるだろう。とはいえ、ECBが米連銀(FRB)に先行して利下げを行うと、ユーロ安を誘発することにつながる。したがってECBは、ユーロ安がインフレ圧力を高めることがないように、FRBの利下げを受けてから、利下げに着手すると考えられる。

市場では、FRBが6月11-12日に開催する連邦公開市場委員会(FOMC)で利下げに着手するという見方が台頭している。6月FOMCで利下げが行われれば、ECBは直後の7月18日に開催する理事会で0.25%ポイントの利下げを行うという展開がメインシナリオとなる。その後、ECBは年内にあと3回の理事会を控えているが、うち2回、それぞれ0.25%ずつの追加利下げを行うだろう。

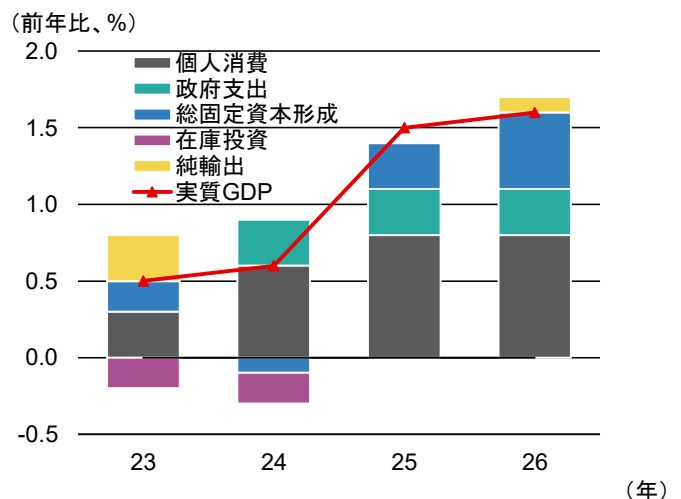
なおECBは6月FOMCの直前の6月6日にも理事会を開催するが、その際にECBがFRBに先行して利下げをする展開は、景気がさらに悪化した場合のサブシナリオになると予想する。

図表5. ECBのインフレ見通し(メインシナリオ)



(注) 2024年以降がECBによる見通し。  
(出所) ECB

図表6. ECBの実質GDP見通し(メインシナリオ)



(注) 2024年以降がECBによる見通し。  
(出所) ECB

### 3. インフレが再燃し利下げ時期が遅れる展開も

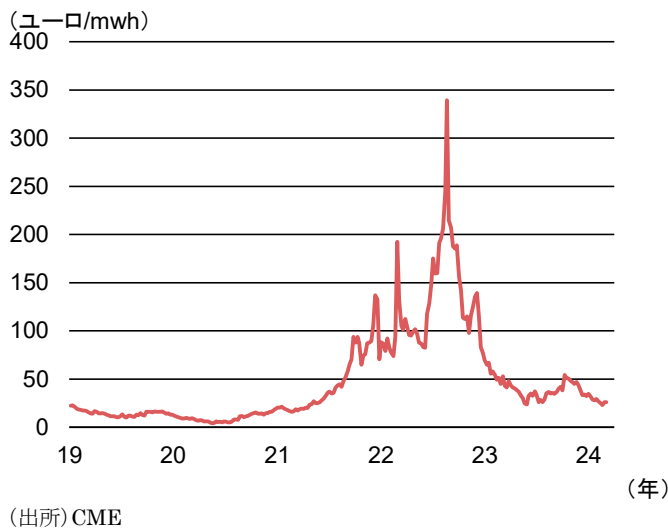
デysinフレが進まないばかりか、かえってインフレが再加速する場合、ECB の利下げは遅れることになる。供給のボトルネックが強まるかどうか、そのカギを握る。供給のボトルネックを強める要因として、まずエネルギー情勢の悪化、とりわけ天然ガスの価格がある。年明け以降、指標となるオランダ TTF 先物価格(図表 7)は 1メガワット時当たり 20 ユーロ後半で安定して推移しており、デysinフレの進捗に貢献している。

欧州連合(EU)は、化石燃料の「脱ロシア化」を掲げて、ロシア産の化石燃料の利用削減に取り組んできた。このことは天然ガス価格の安定につながったと考えられるが、一方で、ロシアから引き続き液化天然ガス(LNG)を輸入していることもあり、EU はロシア発のエネルギーショックの影響を依然として受けやすい。したがって、ロシアが LNG の禁輸措置に踏み切るなどした場合、ヨーロッパの物価に対する上昇圧力が高まる事態になる。

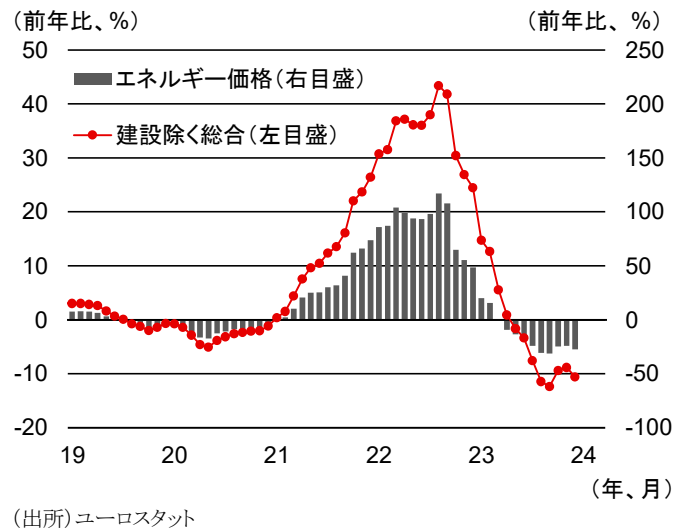
さらに足元では、紅海情勢の悪化に伴う物流の停滞も、供給の新たなボトルネック要因として意識されている。周知のように、米軍などによるイエメンの親イラン武装組織フーシ派への攻撃を受けて、サプライチェーンの混乱が長引いている。その結果、船舶の紅海とスエズ運河の航路回避の動きに伴って運賃が上昇しており、それが徐々に物価の押し上げ圧力になっている。

ユーロ圏の生産者物価は今のところ前年割れが続いており、上昇には転じていない(図表 8)。しかし供給のボトルネックが強まれば、生産者物価が大幅なプラスに転じる恐れがある。この場合、消費者物価のデysinフレが阻まれるどころか、インフレの再加速が促されることになりかねない。そうなれば、ECB の利下げ着手時期は後ズレを余儀なくされるだろう。

図表7. オランダ TTF 先物価格



図表8. ユーロ圏の生産者物価



－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。