

MURC Focus

利下げに着手した欧州中央銀行

～粘着的なインフレを受けて、追加利下げが市場の想定より遅れる可能性も

調査部 副主任研究員 土田 陽介

○ECB は6月6日に定例の政策理事会を開催し、インフレの沈静化を理由に、3種類ある政策金利をそれぞれ0.25%ずつ引き下げると決定した。ECB の利下げは2019年9月以来、4年9カ月ぶりである。

○ユーロ圏の賃金上昇圧力はコロナショック前と比べて頑強性を高めており、インフレも過去に比べて粘着的と判断されるため、利下げが市場の想定より遅れる可能性に配慮する必要がある。

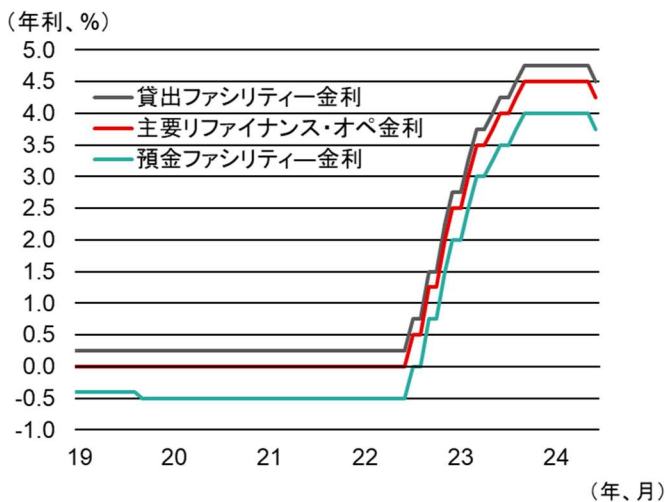
○年後半にかけては、ECB の追加利下げが FRB の利下げより先行し、欧米間の金利差が拡大すると見込まれることから、ユーロ安が進むだろう。とはいえ貿易黒字の拡大から、ユーロ安は限定的と予想される。

1. 約5年ぶりに利下げを行った欧州中央銀行

欧州連合(EU)の欧州中央銀行(ECB)は6月6日に定例の政策理事会を開催し、足元にかけてのインフレの沈静化を理由に、3種類ある政策金利をそれぞれ0.25%ずつ引き下げると決定した(図表1)。その結果、貸出ファシリティー金利の水準は4.5%に、主要リファイナンス・オペ金利は4.25%に、預金ファシリティー金利は3.75%になった。ECBの利下げは2019年9月以来、4年9カ月ぶりのことである。

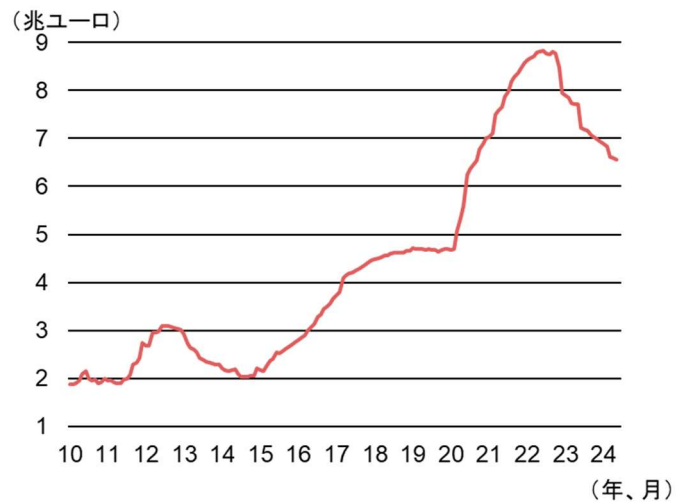
一方、バランスシートの縮小策は既往の方針が維持された。今後も資産購入プログラム(APP)で購入した国債などの金融資産については、満期償還分の再投資を行わず自然減を進める。またパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)で購入した金融資産については、予定通り7月から再投資を月平均75億ユーロずつ減額し、2024年末で再投資を終了する。そのため、今後ECBのバランスシートは縮小が加速する(図表2)。

図表1. ECBの政策金利



(注)適用は12日より。
(出所)欧州中央銀行(ECB)

図表2. ECB(ユーロシステム)のバランスシート



(注)正しくはユーロシステム(ECBと各国中銀)のバランスシート。
(出所)ECB

また ECB は、6 月の理事会に合わせて最新の『マクロ経済予測』を発表し、先行きの物価と景気の見通しを示している。まず物価の見通しに関しては、前回の予測(2024 年 3 月)に比べると、先行きのインフレに対して慎重な評価となっている。具体的には、ECB は 2024 年の消費者物価を 2.5%上昇、また 2025 年を 2.2%上昇と予測し、それぞれ前回 3 月時点の予測値から 0.2%ポイントずつ引き上げた。

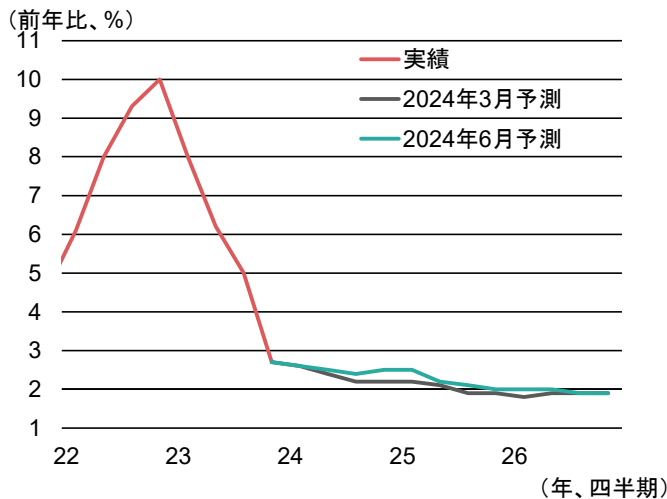
四半期ごとの予測でも、ユーロ圏のインフレが ECB の中長期的な目標水準である 2%上昇を下回るタイミングが後ズレしており、前回の見通しでは 2025 年後半だったのが、今回は 2026 年となっている(図表 3)。このように、ECB は先行きのインフレに対して慎重な見方を強めていることから、ECB による追加利下げは、基本的に緩やかなテンポで行われると見込まれる。

今後 ECB は、定例の理事会を年内にあと 4 回予定している(7 月 18 日、9 月 12 日、10 月 17 日、12 月 12 日)。うちいずれかの理事会で、1 回に 0.25%ポイントの利下げが 2 回行われるのがメインシナリオとなろう。

他方で ECB は、足元の景気に対する見方を前回の予測よりも引き上げている(図表 4)。つまり ECB は、前回 3 月の予測で 2024 年のユーロ圏の実質 GDP(国内総生産)成長率を 0.6%増と見通したが、個人消費が実質所得の増加に伴い復調すると見込まれるため、今回の予測で 0.9%増に引き上げた。一方で、続く 2025 年の実質 GDP 成長率を 1.4%増と前回から 0.1%ポイント引き下げ、2026 年は 1.6%増で据え置いた。

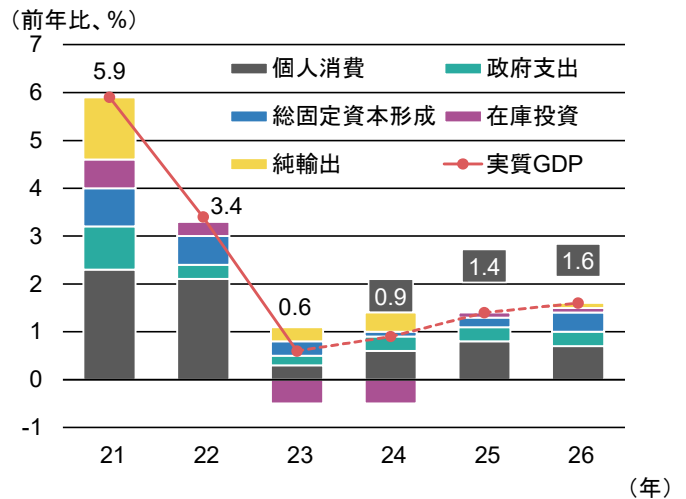
今回の ECB の利下げは、かねてより ECB が金融市場に対して周知を徹底した中で実施されるものである。そして ECB は、利下げを決定した理由として、足元にかけてのインフレの沈静化を理由に挙げている。しかし ECB は、同時に発表した最新の『マクロ経済予測』で、先行きのインフレに対して慎重な評価を下している。先行きのインフレに慎重な評価を下しながら利下げを決定することは、整合性を欠く判断だという印象を受ける。

図表3. ECB の物価見通し(ユーロ圏の消費者物価)



(出所) ECB

図表4. ECB の景気見通し(ユーロ圏の実質 GDP)



(注) 2024年以降が ECB による見通し。

(出所) ECB

2. インフレは今後も粘着的

ユーロ圏のインフレを取り巻く環境を整理すると、まず川上(企業)部門の指標である生産者物価(建設除く総合)は、直近4月も前年比5.7%下落と、12カ月連続で前年割れとなっている(図表5)。エネルギー価格が引き続き下落していることが、生産者物価の押し下げ要因として働いている。しかしベース効果が薄れたことから、生産者物価のマイナス幅は着実に縮小しており、年後半には前年比プラスとなるだろう。

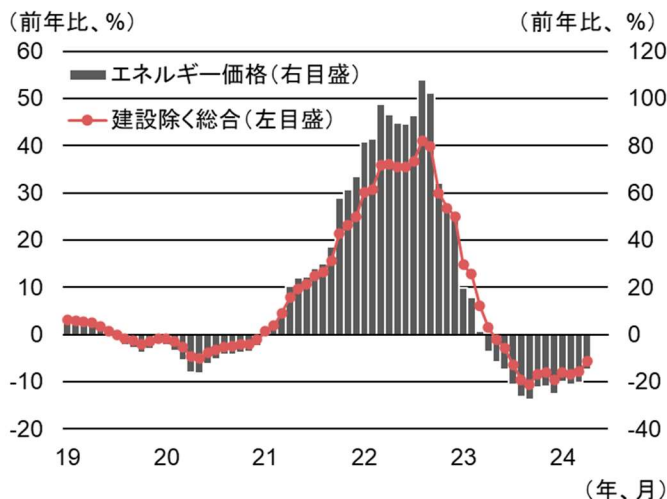
一方で、単位労働コストの伸びが引き続き高いことが示すように、ユーロ圏の賃金上昇圧力は強いままである(図表6)。この流れは2024年いっぱい続くと考えられるが、2025年に入るとユーロ圏各国の最低賃金の増加幅が縮小するため、単位労働コストの伸びがある程度は弱まると予想される。

とはいえ、戦後ベビーブーマー世代のリタイアに伴う深刻な人手不足に鑑みれば、賃金上昇圧力はコロナショック前より頑強性を高めていると判断される。EU各国でも少子高齢化が深刻化しており、労働力の確保は困難となっている。加えて、不足が顕著なハイスキルの労働者を移民で補おうとしても、移民の殆どはミドルまたはロースキルの労働者であるというのが実情である。それに、そもそもEU各国では、移民対策を厳格化すべきであるという有権者の声が強まっている。したがって、人手不足を移民で補うことは難しいだろう。

こうした深刻な人手不足を受けて、給料や残業代を上乗せすることで、すでに働いている労働者の離職を思い止まらせたり、就労時間を増やしたりする取り組みが出てきている。例えばギリシャでは、7月1日より、任意ながらも、一部の職種で週6日制勤務が奨励されると報じられている。週6日勤務する労働者は賃金が40%引き上げられ、さらに6日目の勤務日が日曜日や祝日に当たる場合は115%高くなる模様である。

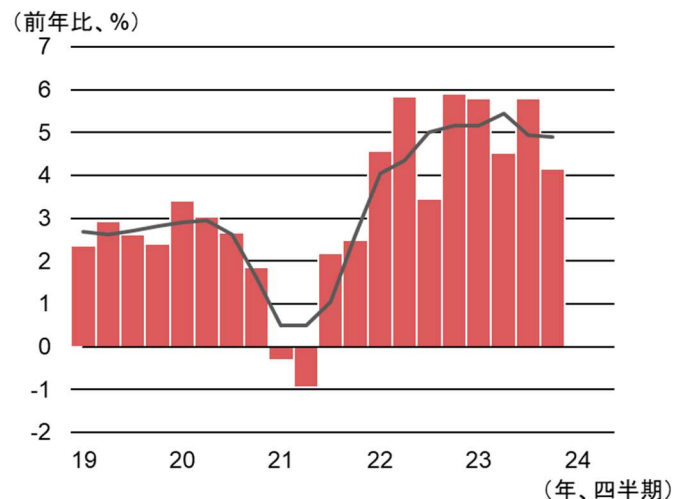
こうして整理していくと、ユーロ圏の賃金上昇圧力はコロナショック前と比べても頑強性を高めており、インフレも過去に比べて粘着的と判断されるため、利下げが市場の想定より遅れる可能性に配慮する必要がある。

図表5. ユーロ圏の生産者物価



(出所) ユーロスタット

図表6. ユーロ圏の単位労働コスト



(注) 灰色線は4四半期後方移動平均

(出所) ユーロスタット

3. ユーロ安は限定的

ECBによる利下げはすでに市場で織り込まれていたことから、6月6日の外国為替市場でユーロ安は進まなかった。しかし年後半にかけては、ECBの追加利下げが米連銀(FRB)の利下げより先行し、欧米間の金利差が拡大すると見込まれることから、ユーロ安が進むと考えられる。実際に2021年以降のユーロの対ドル相場の動きを確認すると、欧米間の金利差が為替レートを大きく左右していることが分かる(図表7)。

とはいえユーロ圏の経常収支の動きを確認すると、2022年第3四半期以降、財(貿易)収支の黒字幅が徐々に拡大していることが分かる(図表8)。このことから、ユーロに対する実需買い圧力は強まっていると判断されるため、欧米間の金利差が拡大しても、ユーロ安は限定的と予想される。またユーロの対円相場も、日銀による利上げ観測が高まらない中では、ユーロ安は限定的だろう。

他方で、ユーロ安が急速に進む懸念もある。真っ先に考えられるリスクは、イタリアで財政・金融危機が発生することである。そもそもイタリアは、他のユーロ圏の主要国に比べて肥大化した公的債務を抱えている。にもかかわらず、ジョルジャ・メローニ現政権は財政拡張志向が強く、長期金利は他のユーロ圏に比べると高い状態である。イタリアの財政・金融危機が発生した場合、金融市場は動揺し、ユーロは大幅安となるだろう。

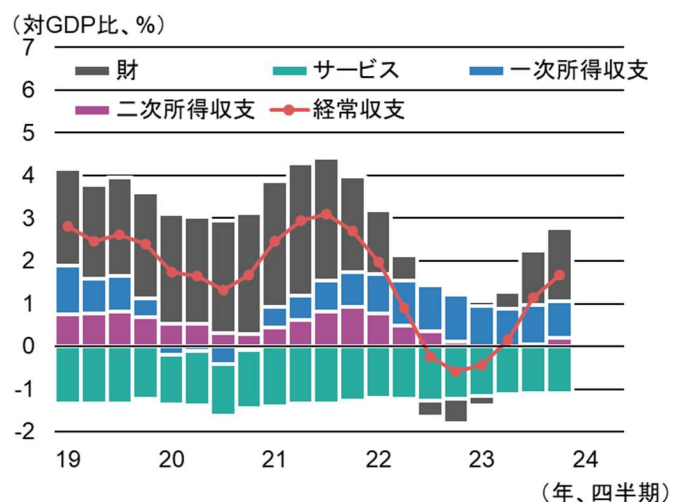
反面でユーロ安が進まないか、ユーロ高が進む可能性もある。ロシア＝ウクライナ戦争や中東情勢の動向次第では、供給ショックが再び発生し、燃料価格が急騰してインフレが加速することになる。このケースでは、ECBは追加利下げを停止するか、場合によっては、再び金利を引き上げることになるだろう。

図表7. ユーロと米ドルの金利差(2年債)



(注)ユーロ圏の2年債は20カ国の加重平均金利。
(出所) ECB 及び米連銀(FRB)

図表8. ユーロ圏の経常収支



(注)4四半期後方移動累積ベース。
(出所) ECB 及びユーロスタット

－ 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。