

M A R  
K E T  
E Y E

マーケット・レポート

ECB理事会(12月12日)の注目点

情報提供資料  
2024年12月13日

## ECBは景気減速とインフレ懸念の板挟みで利下げ急げず

- 3会合連続で25bp利下げ決定。声明文は引き締めバイアス削除で利下げ継続の可能性を示唆
- 理事会では50bpの大幅利下げの「提案」も、決定は見送り。市場は大幅利下げを織り込む
- ECBはインフレ上振れ懸念と景気悪化懸念の板挟みに。今後の利下げペースはインフレが左右

## 1. 25bp利下げを決定。インフレ見通しは改善も景気見通しは悪化

【ECB\*理事会声明文とラガルドECB総裁記者会見の注目点】

・政策金利：3会合連続で利下げ実施。声明文の引き締めトーンは削除

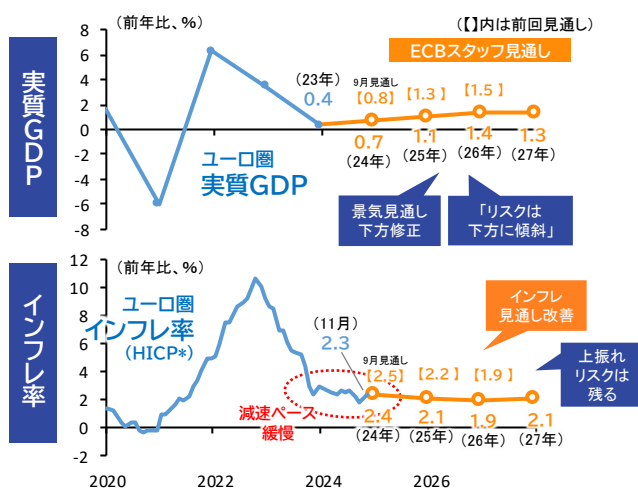
ECBは25bp幅の利下げを決定。主要な政策金利である預金ファンリシティ金利は3.00%となりました。声明文では『必要なだけ、十分引き締めるな政策金利を維持する』との文言が削除され、より中立的なトーンになりました。スタッフ見通しや声明文ではインフレ減速への確信の強まりが示され、今後も利下げが続く可能性が示唆されました。

・景気・物価見通し：インフレ減速の見通しも、景気には下振れ懸念

最新の見通しでは、物価予想が下方修正されました(図表1)。足元、ユーロ圏の物価指標は上振れています。ラガルド総裁はエネルギー価格の前年比のベース効果の影響であり、予想の範囲内だと指摘。声明文には『ほとんどの基調的物価指標は、インフレ率が2%目標近辺で持続的に落ち着くと示唆』と記載され、インフレ減速見込みの強まりを示しました。他方、物価に先行する賃上げ・値上げが続き、インフレ率は依然高止まりしているとも記載され、上振れリスクへの懸念は残されました。

実質成長率見通しは下方修正となりました。ラガルド総裁は、足元の経済指標の動きは弱く、景気のリスクは下方に傾斜していると発言。先行きも米関税引き上げや金融環境緩和の遅れが下振れリスクとなると指摘し、悲観的な見方を示しました。

図表1. ECBスタッフの景気・物価見通し



【出所】 Haver Analytics、ECBの公表データに基づき、りそなアセットマネジメント作成

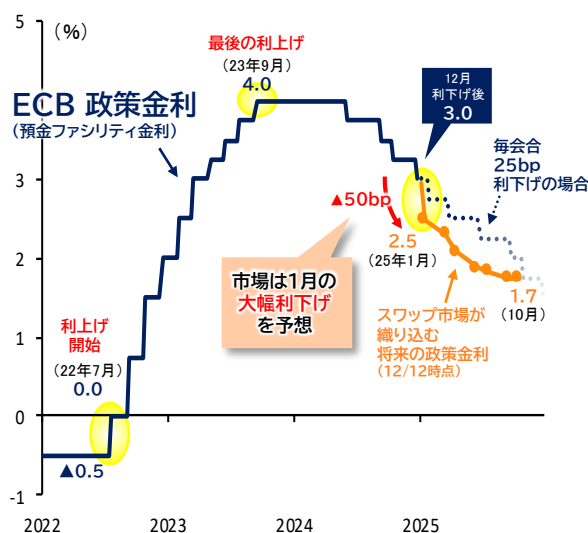
## 2. 景気下振れリスク高まるが利下げは急げず。インフレ減速が進むかが焦点に

記者会見では、市場の1月理事会での大幅利下げ織り込み(図表2)について質問がありました。ラガルド総裁は、市場動向は気にせず、実際の経済・物価指標に基づいて政策を判断すると回答したものの、今会合で大幅利下げの提案があったことは認めました。

今会合では成長見通しが下方修正され、ラガルド総裁の足元の景気の評価や先行きの見通しの説明も悲観的なものになりました。加えて、ラガルド総裁は、景気下振れリスクの一つとして金融引き締めの長期化に言及。利下げが遅れ金融環境の緩和が進まなければ回復の妨げになるとの見方を示しました。他方でインフレ率については、2025年内には目標の2%まで低下する見込みだとしながらも、「勝利宣言はまだ」であり、リスクは上振れ/下振れの双方あると慎重な見方を示しました。

ラガルド総裁が示した景気下振れ懸念を踏まえると、大幅利下げを織り込む市場の見方には妥当性があると考えられます。ただ、足元のインフレ減速ペースは鈍く(図表1)、上振れリスクも残る中、ECBは慎重な利下げに留まらざるを得ないものと思われます。現在、米国でも物価指標が上振れており、米FRB\*でも、複数の高官が利下げは慎重に判断すべきだと発言しています。しかし米国は、インフレ上振れ懸念の元が景気回復期待であるという点で、ユーロ圏と大きく異なります。利下げを待つ余裕があるFRBに対し、景気悪化懸念に直面するECBはより困難な状況にあると見られます。今後のECBの利下げペースは物価指標次第と見られ、インフレ減速の進捗を慎重に点検する必要があります。

図表2. ECB政策金利と市場の政策金利織り込み



【出所】ブルームバーグの公表データに基づき、りそなアセットマネジメント作成

※本文、図中の\*については、最終ページの&lt;用語説明・補足&gt;をご覧ください。

※当資料の使用に際し、最終ページの&lt;当資料に関するご留意事項&gt;を必ずご覧ください。

作成：運用戦略部 投資戦略グループ エコノミスト 岩井 真子

**〈用語説明・補足〉**

\***ECB** … 欧州中央銀行 (European Central Bank)。ユーロ圏の中央銀行にあたる。最高意思決定機関はECB理事会。

\***HICP** … 基準消費者物価指数 (Harmonised Index of Consumer Prices)。ECBが参照するインフレ指標。

\***FRB** … 連邦準備制度理事会 (Federal Reserve Board)。米国の中央銀行の意思決定機関にあたる。

**〈当資料に関するご留意事項〉**

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。