

2024年12月13日
欧州経済りそなホールディングス 市場企画部
渋谷 和樹

ECB<欧州中央銀行>理事会

景気悪化リスク念頭も、会合毎にデータによって判断する姿勢は崩さず

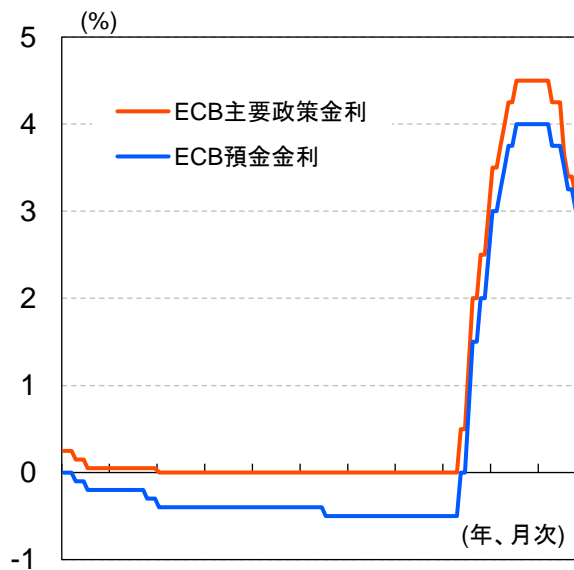
要約

- ECBは12月12日の理事会で、政策金利の0.25%pt引き下げを決定した。
- 声明文は全体的に幾分ハト派方向の変更が加えられた形になったが、今後も会合毎にデータを確認して判断する姿勢や特定の金利パスを事前にコミットしない構えは従前から維持された。
- 未だサービス物価や賃金の高止まりを無視してインフレ目標達成を確実視できる段階にはなく、今後は四半期に一度をベースとする漸進的な利下げを予想する。

市場予想通り 25bps の利下げへ

12月12日に開催されたECB理事会では、政策金利の0.25%pt引き下げを決定した。主要政策金利は3.15%、預金金利は3.00%と市場予想通りの結果となった(図表1)。また、ECBスタッフによる経済見通しも更新され、ユーロ圏コア消費者物価は25年:前年比2.3%、26年:1.9%、27年:1.9%と前回(25年:2.3%、26年:2.0%)から見通しを下方修正した。ユーロ圏実質GDPについても25年:前年比1.1%、26年:1.4%、27年:1.3%と前回(25年:1.3%、26年:1.5%)から見通しを下方修正している(図表2,3,4)。

【図表1: ECB政策金利・預金金利】



出所: Bloomberg

【図表2: ECBスタッフによる経済見通し】

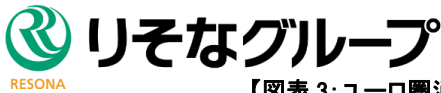
		24年	25年	26年	27年
HICP	12月	2.4	2.1	1.9	2.1
	(前年比、%)	9月	2.5	2.2	1.9
HICPコア	12月	2.9	2.3	1.9	1.9
	(前年比、%)	9月	2.9	2.3	2.0
実質GDP	12月	0.7	1.1	1.4	1.3
	(前年比、%)	9月	0.8	1.3	1.5

出所: ECB

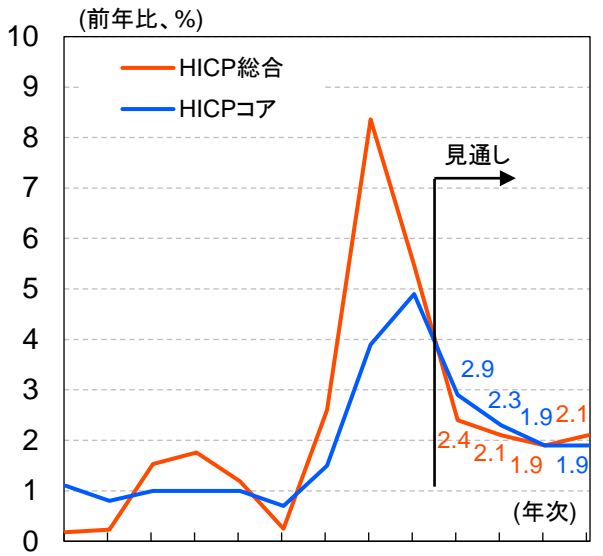
◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

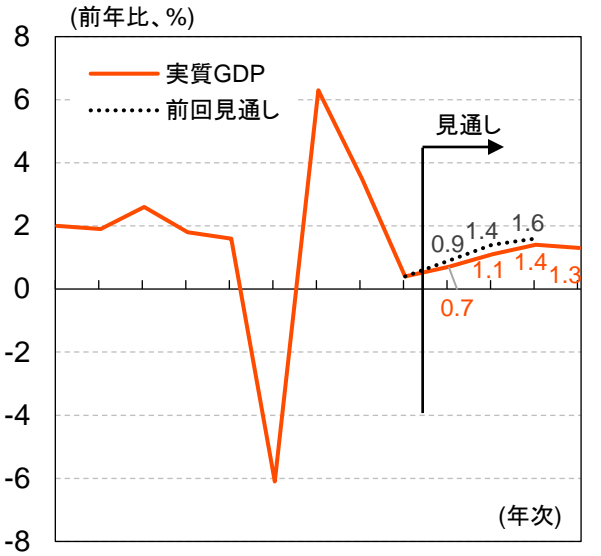


【図表 3: ユーロ圏消費者物価指数】



出所: ECB, Bloomberg

【図表 4: ユーロ圏実質 GDP】

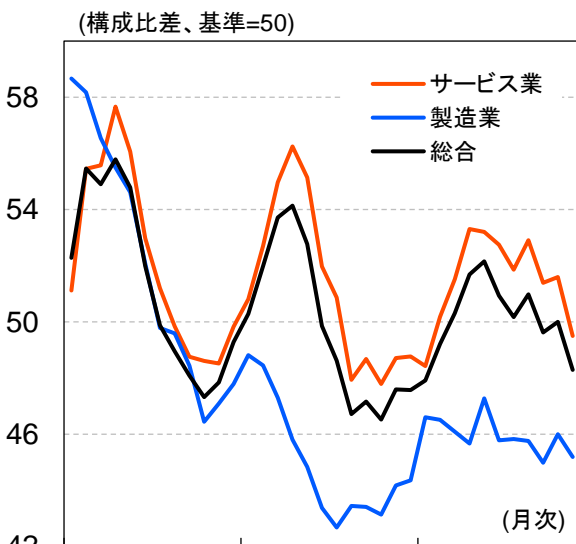


出所: ECB, Bloomberg

先物市場の利下げペース加速織り込みは変わらず

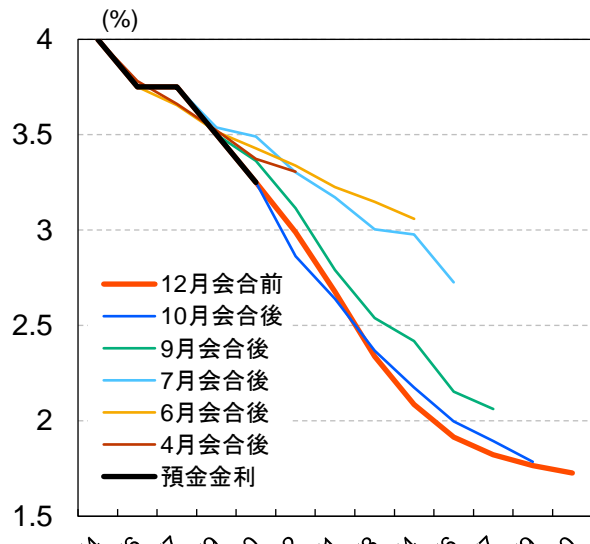
ユーロ圏では今年夏以降、景況感の悪化が続いており、景気下振れリスクやそれに伴うインフレ下振れリスクが意識されている(図表 5)。そのため、景気悪化への対応を目的として ECB が利下げペースを加速させるとの見方が強まり、先物市場では一時 12 月会合での 50bps の大幅利下げをおよそ半分の確率で予想していた。また現在も、25 年上半期にかけて毎会合の利下げを見込んでおり、最終的には 2% 台前半程度と推計される中立金利を下回る、緩和的な水準までの利下げを織り込んでいる(図表 6)。

【図表 5: ユーロ圏 PMI】



出所: Bloomberg, Haver Analytics

【図表 6: ECB 預金金利市場予想】



出所: ECB, Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

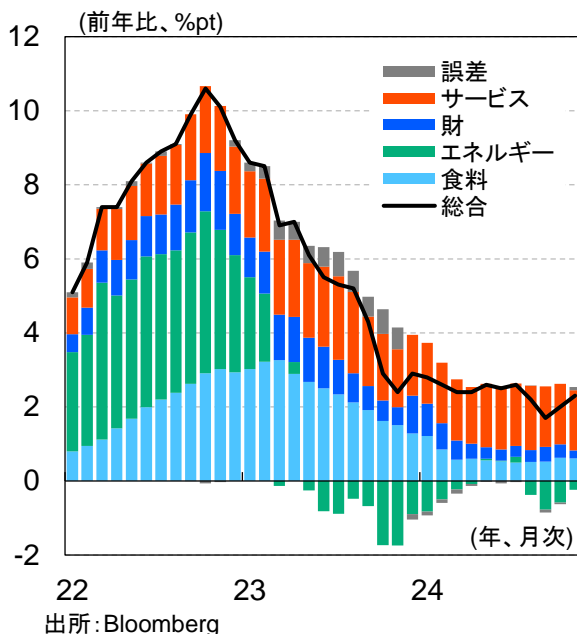
声明では、「必要な限り政策金利を十分に制限的な水準で維持する」との文言が削除されるなど、全体的にはややハト派方向の変更が加わった形となった。理事会後のラガルド総裁による記者会見では、今後の利下げパスについては会合毎にデータを確認して判断する旨や特定の金利パスを事前にコミットしない旨などが改めて述べられるなど、これまでと同様に今後の利下げペースのヒントは示さなかった。ただし、「インフレのリスクについては(上振れと下振れの)両方向を見ている」などの発言がそれほどハト派的なスタンスではないと受け止められ、記者会見直後の欧州金利急上昇やユーロドルの乱高下につながった。

ソフトデータの弱さに対しハードデータは堅調さを維持

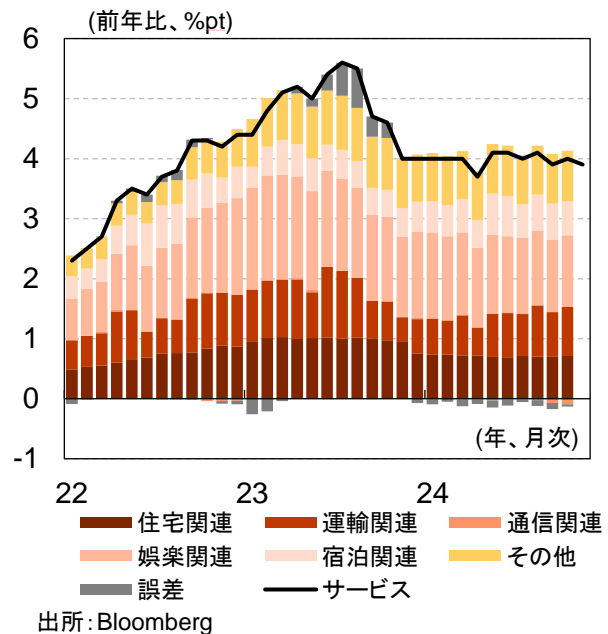
前回の10月会合以降、10・11月PMIや消費者物価、7-9月期GDPや妥結賃金など多くの指標が公表された。PMIについては、独仏の政治不透明感やトランプ次期米大統領による関税政策などが意識されていることもあり、上記のように総合指数が好不況の分かれ目とされる50を下回って推移しており、製造業を中心に景況感の悪化が継続している。

消費者物価は、エネルギー価格の下押しによって総合指数はECBの物価目標である前年比2%付近の水準まで伸び率が減速している(図表7)が、サービス物価は依然として前年比4%前後の上昇率で高止まりが続いており、インフレについては過度な楽観視ができない状況であるとみている(図表8)。

【図表7: ユーロ圏消費者物価】



【図表8: ユーロ圏サービス物価】



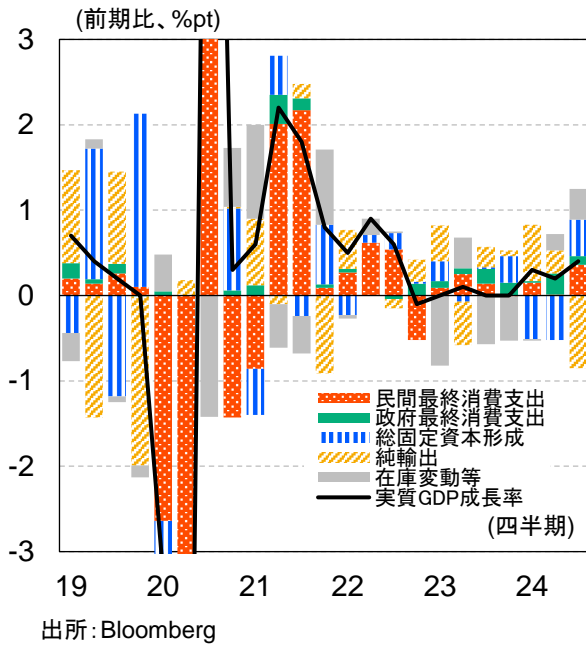
実質GDPは、ユーロ圏全体では前期比0.4%と比較的堅調な数字となった。内訳をみると、個人消費の伸びと総固定資本形成のうち知的財産生産物の大きな伸びが全体をけん引する格好となった(図表9)。このうち個人消費については、高い賃金の伸びによって実質賃金が改善したことによるものとみられ、個人消費主導で景気回復を見込むECBにとっては想定通りのシナリオであろう。また、公表されたGDP統計から単位労働あたりのコストを計算すると、前年比伸び率は前期から減速が続いており、先行きのインフレ圧力緩和を示唆するものと考えられる。内訳をみると、8四半期ぶりに生産性要因がマイナス(生産性の改善によるコストの減少を意味する)となり、ユーロ圏の課題となっていた生産性の低迷の改善傾向が示唆される(図表10)。

◎注意事項

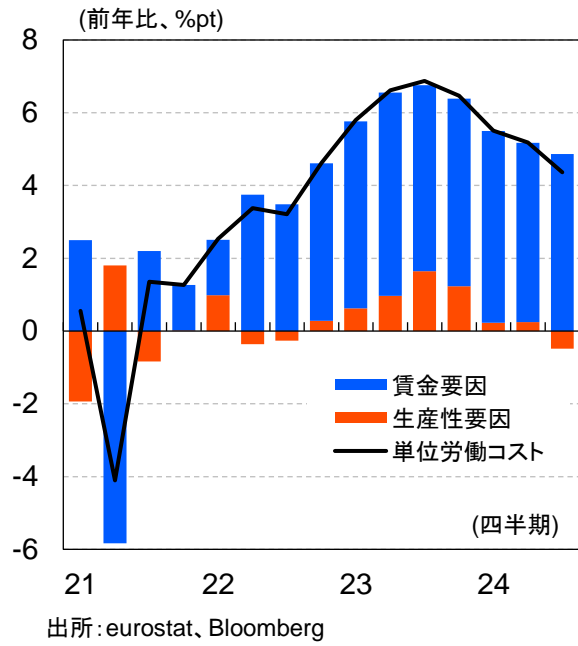
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

【図表 9: ユーロ圏 GDP】

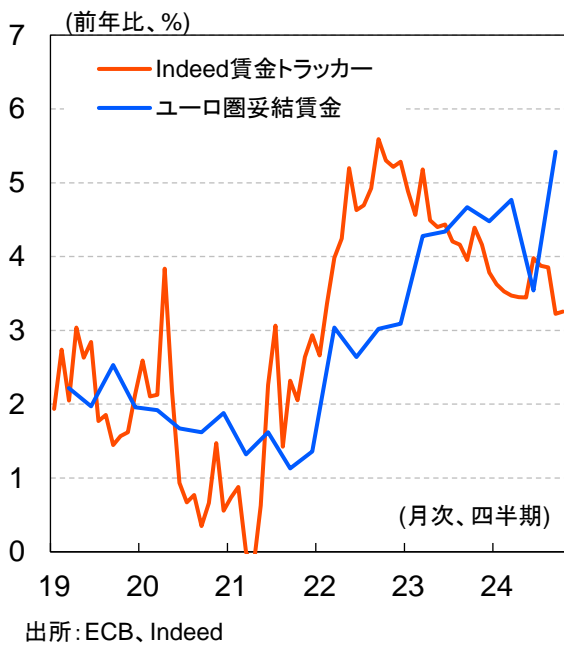


【図表 10: ユーロ圏単位労働コスト】



妥結賃金は、前年比 5.4%と前期から伸びが加速し、ユーロ導入以来最大の伸び率となった(図表 11)。ドイツなどにおける、インフレ補償金に代表されるような一時金の大きな伸びが主な要因とみられる。ただし、ドイツ連邦銀行は、賃金上昇のピークは過ぎており今回のような高い水準は継続しないという見解を示している。それは賃金上昇率の先行指標として知られる Indeed 社の Indeed 賃金トラックが先行きの賃金の緩やかな減速傾向を示唆していることとも整合的である。実際、GDP 統計の雇用者報酬から計算される従業員一人当たり報酬は、23 年半ばをピークに現在まで上昇率の鈍化傾向が続いている(図表 12)。

【図表 11: ユーロ圏賃金指標】



【図表 12: ユーロ圏従業員一人当たり報酬】



◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

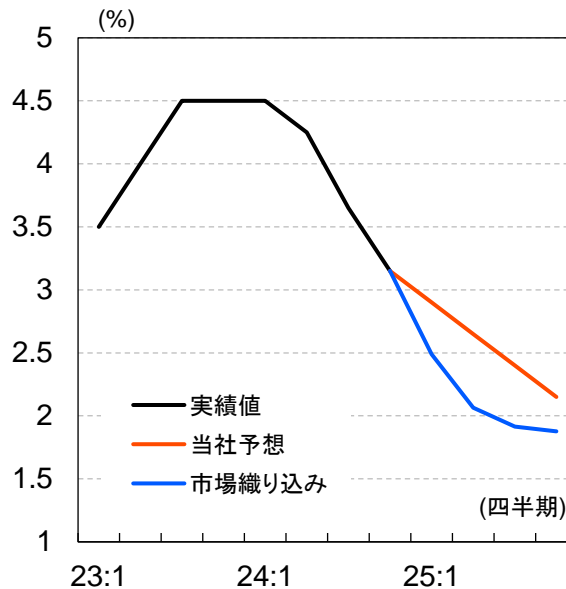
依然利下げ織り込みの見込み

先行きの政治や経済に対する不透明感やソフトデータの弱さが意識されて利下げの織り込みが進んでいることは上で述べたとおりだ。その一方で、サービス物価高止まりの継続や賃金上昇率の高さも未だ無視できる段階にはないだろう。

確かに、今会合で公表された ECB スタッフによる経済見通しは経済成長率やインフレが前回と比べ下方修正となったが、ECB が描くユーロ圏経済ソフトランディングシナリオの大枠は変わっていない。そのため、経済動向が ECB の見通しの範囲内で進捗する限りにおいては、ECB が利下げ局面入りした今年 6 月会合以来一貫して主張してきた、「会合毎にデータを確認して判断する」という姿勢に変化はみられないと見込む。

以上を勘案し、25 年に ECB は四半期毎に 25bps の漸進的な利下げを行い、主要政策金利は中立金利の推計下限に近い 2.15% に到達すると予想する(図表 13)。ただし、足元の政治・経済不確実性が高まっていることから、次回 1 月会合では 25bps の利下げを先取りして実施する可能性についても相応に高いと判断する。

【図表 13: ユーロ圏主要政策金利見通し】



出所: ECB、Bloomberg、りそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

■バックナンバー(直近発行レポート 50本)

No	発行日	テーマ	タイトル
81	2024/9/20	豪州経済	9月豪州概況
82	2024/9/24	日本株	日本株需給(9月9日~9月13日)
83	2024/9/24	日本株, 米国株	シン・ブラックマンデーを巡る論点整理
84	2024/9/27	日本経済	8月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow
85	2024/9/27	日本経済	8月賃金オルタナティブデータ~HRog 賃金 Now
86	2024/9/30	日本株	日本株需給(9月17日~9月20日)
87	2024/10/2	米国経済	9月ISM製造業景況感指数
88	2024/10/2	日本株, 米国株	10月日米株バリュエーション~日本:弱気、米国:中立
89	2024/10/2	日本株	日本株 9月セクター動向と10月見通し
90	2024/10/2	日本株, 日本政治	自民党総裁選ショックを巡る論点整理
91	2024/10/3	欧州経済	9月ユーロ圏物価動向
92	2024/10/4	日本株	日本株需給(9月24日~9月27日)
93	2024/10/7	米国経済	9月雇用統計
94	2024/10/11	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2024年10月)
95	2024/10/11	米国経済	9月CPI
96	2024/10/11	コモディティ	9月WTI原油先物価格
97	2024/10/11	日本株	日本株需給(9月30日~10月4日)
98	2024/10/18	豪州経済	10月豪州概況
99	2024/10/18	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
100	2024/10/23	欧州経済	10月ユーロ概況
101	2024/10/30	日本経済	9月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow
102	2024/10/30	日本経済	9月賃金オルタナティブデータ~HRog 賃金 Now
103	2024/11/1	欧州経済	ユーロ圏 GDP 統計
104	2024/11/1	日本株	日本株需給(10月21日~10月25日)
105	2024/11/5	日本株	日本株 10月セクター動向と11月見通し
106	2024/11/5	米国経済	10月ISM製造業景況感指数
107	2024/11/5	米国経済	10月雇用統計
108	2024/11/5	日本株, 米国株	11月日米株バリュエーション~日本:中立、米国:強気
109	2024/11/5	欧州経済	10月ユーロ圏物価動向
110	2024/11/8	米国経済	11月FOMC
111	2024/11/8	米国政治, 米国株	2024年米大統領選挙結果のマーケットへの影響
112	2024/11/11	日本株	日本株需給(10月28日~11月1日)
113	2024/11/11	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2024年11月)
114	2024/11/14	米国経済	10月CPI
115	2024/11/14	コモディティ	10月WTI原油先物価格
116	2024/11/14	豪州経済	11月豪州概況
117	2024/11/15	日本株	日本株需給(11月5日~11月8日)
118	2024/11/22	欧州経済	2024年第3四半期ユーロ圏賃金動向
119	2024/11/22	米国株, 日本株	エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 3Q
120	2024/11/22	日本株	日本株需給(11月11日~11月15日)
121	2024/11/29	日本経済	10月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow
122	2024/11/29	日本経済	10月賃金オルタナティブデータ~HRog 賃金 Now
123	2024/11/29	日本株	日本株需給(11月18日~11月22日)
124	2024/12/2	欧州経済	11月ユーロ圏物価動向
125	2024/12/2	日本株	日本株 11月セクター動向と12月見通し
126	2024/12/3	米国経済	11月ISM製造業景況感指数
127	2024/12/3	日本株, 米国株	12月日米株バリュエーション~日本:中立、米国:中立
128	2024/12/6	日本株	日本株需給(11月25日~11月29日)
129	2024/12/9	米国経済	11月雇用統計
130	2024/12/11	米国経済, 米国株	2025年のマーケット見通し~米国編

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。