

2025 年 4 月 18 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

次回会合も追加利下げ、以後は米国との関税交渉次第か

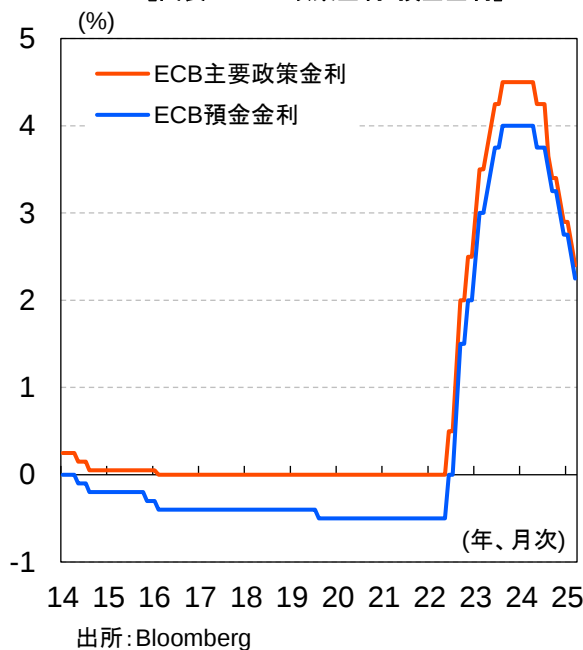
要約

- ECB は 4 月 18 日の理事会で、政策金利の 0.25%pt 引き下げを決定した。
- 声明文は金融政策の引き締め度合いに関する議論をやめ、「貿易摩擦の高まりにより成長見通しは悪化している」とするなど、関税によるダウンサイドリスクが意識される内容となった。
- 次回 6 月会合においても 25bps の追加利下げを継続して主要政策金利は 2.15%に到達し、一部関税のデールが成立し影響が緩和されるとの想定の上では以後政策金利は同水準を維持すると予想。

市場予想通り 25bps の追加利下げ

4 月 18 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 2.40%、預金金利は 2.25%と市場予想通りの結果となった(図表 1)。

【図表 1: ECB 政策金利・預金金利】



【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	3月	2.4	2.3	1.9	2.0
(前年比、%)	12月	2.4	2.1	1.9	2.1
HICPコア	3月	2.8	2.2	2.0	1.9
(前年比、%)	12月	2.9	2.3	1.9	1.9
実質GDP	3月	0.8	0.9	1.2	1.3
(前年比、%)	12月	0.7	1.1	1.4	1.3

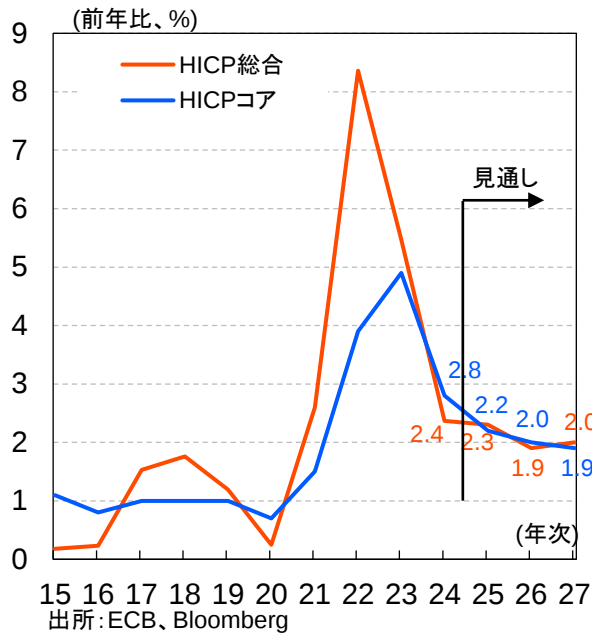
出所: ECB

◎注意事項

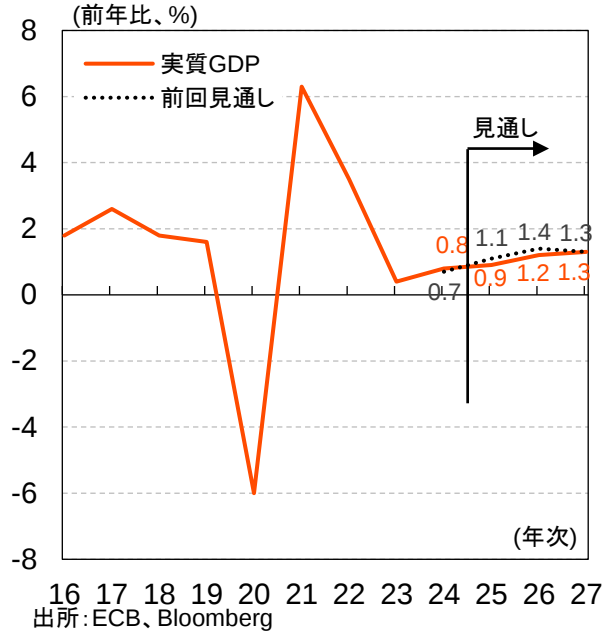
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

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】



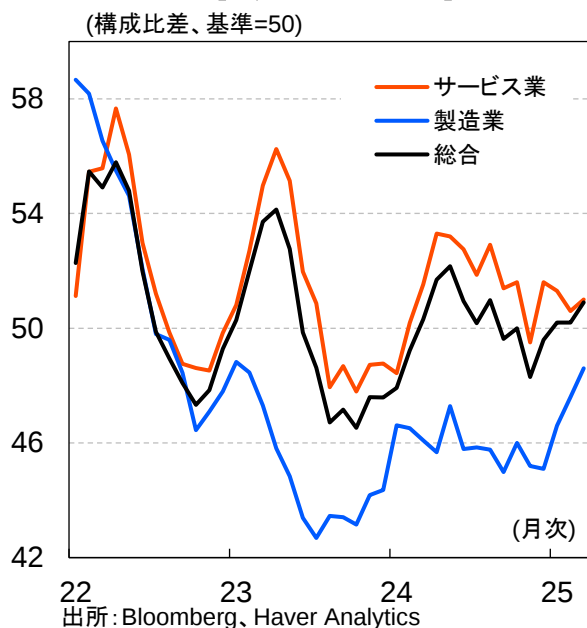
【図表 4: ユーロ圏実質 GDP】



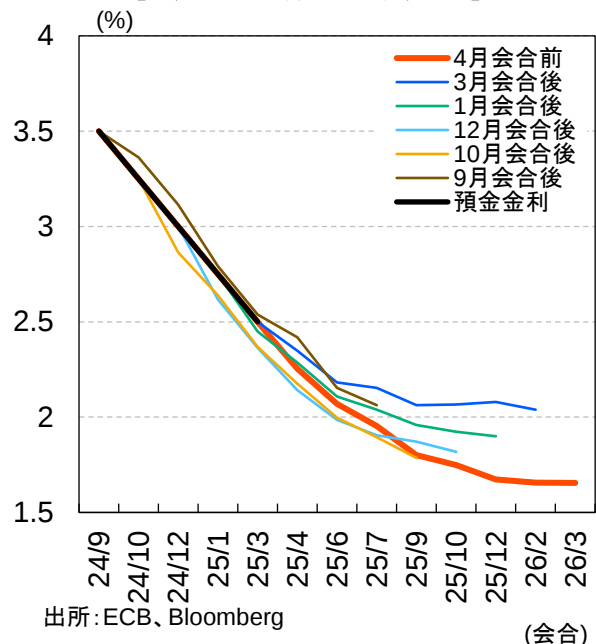
先物市場の利下げ織り込みが急激に進行

ユーロ圏では今年夏以降、景況感の悪化が続いていたが、茲許は製造業を中心に景況感の改善が続いている (図表 5)。そのため、前回の 3 月会合後の時点では、先物市場では ECB が 2% 台前半程度と推計される中立金利までの漸進的な利下げを継続するとの見方が優勢であった。しかし、今月 2 日に米国が相互関税の詳細を発表すると、その内容が市場の想定よりも大幅に厳しいものであったことを背景に、実際に相互関税が発動されればユーロ圏においても景気への大きな影響が避けられないとの見方が強まった。そのため、今会合の利下げを急速に織り込み、先行きについても緩和的な水準まで利下げを継続するとの見方が台頭している (図表 6)。

【図表 5: ユーロ圏 PMI】



【図表 6: ECB 預金金利市場予想】



◎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。

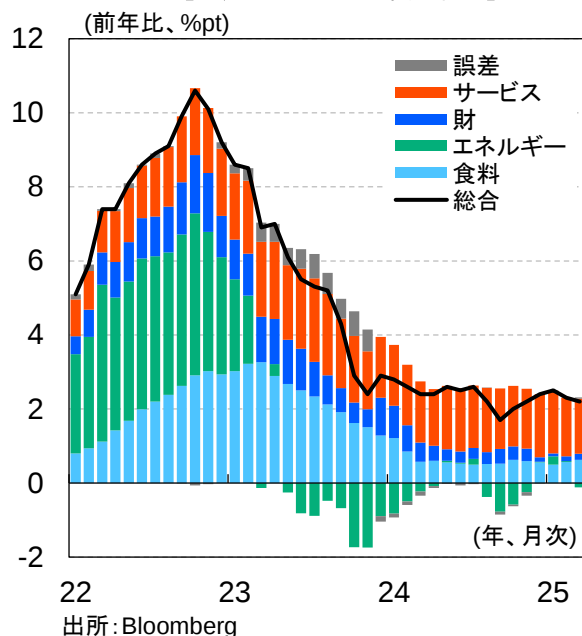
声明では、前回会合で追加された「金融政策は有意に制限的でなくなりつつある」との文言が削除され、代わりに「貿易摩擦の高まりにより成長見通しは悪化し、金融環境に引き締め的な影響を与える可能性が高い」として、米国の相互関税がユーロ圏経済にも大きな影響を及ぼすとみていることが示唆される変更がなされた。理事会後のラガルド総裁による記者会見では、これまでと同様に具体的な利下げパスへの言及はなかったが、「中立金利の議論はショックがない世界でのみ機能するため、貿易摩擦によるショックが存在する今は金融政策の引き締め度合いの検証は意味をなさない」と述べ、中立金利の水準に縛られることなく、会合毎に実体経済への影響を見極めたうえで金融政策を決定していく姿勢を示した。こういった変更や発言によって、次回以降の会合においても追加利下げを継続する可能性が想起され、会見直後には金利は低下で反応した。

サービスインフレも漸く緩和の兆候

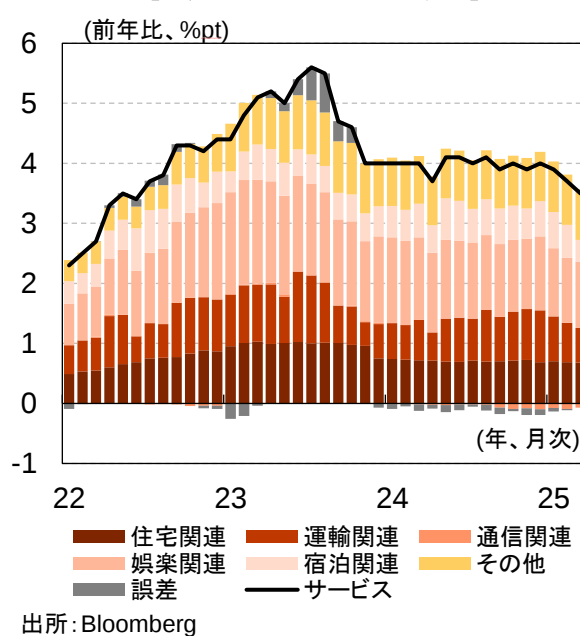
前回の3月会合以降、3月PMIや3月消費者物価などの指標が公表された。PMIについては前掲の通り、総合指数が好不況の分かれ目となる50を維持、製造業は依然として逆風の環境ながら昨年末頃から改善傾向が続いている。一方で、サービス業については節目の50こそ上回っているものの24年春頃をピークに足元までやや軟調な推移となっている。

消費者物価は、総合指数はECBの物価目標に近い前年比2%半ば程度の水準で伸び率が推移している(図表7)。サービス物価は漸く足元で減速傾向が鮮明になりつつあり、内訳を確認すると運輸関連が伸び縮小をけん引しているようだ(図表8)。一方で、住宅関連や宿泊関連などは引き続き粘着的な動きをしており、インフレについては過度な楽観視ができない状況が継続しているとみている。

【図表7: ユーロ圏消費者物価】

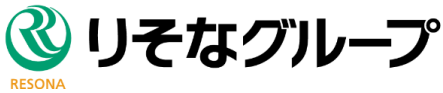


【図表8: ユーロ圏サービス物価】



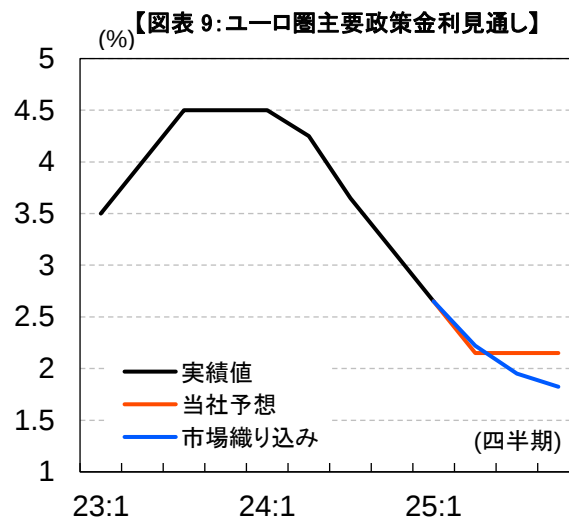
次回会合でも追加利下げを想定、以後は関税交渉次第か

サービス物価は緩和の兆しを見せ始めており、また賃金については上昇鈍化の傾向がみられるとし、年内のインフレ率鈍化に対してECBは自信を深めている。また、中立金利については、「経済にショックがある状態で



は金融政策の引き締め度合いを測定することに意味をなさない」とし、金融引き締めの度合いにこだわらずに会合毎に実体経済の状態を見極める意向を示している。景気については、「貿易摩擦の高まりにより成長見通しは悪化している」として、米国と世界各国の貿易戦争による下振れリスクが以前にも増して意識されている。

以上を勘案し、ECB は次回の 6 月会合においても追加利下げを行い、主要政策金利は中立金利の推計範囲内である 2.15% に到達すると予想する。また、現時点においては相互関税の最終的な着地点を予想することは困難を極めるが、一部ディールにより関税の影響が緩和されることを想定し以後の政策金利は横置きとした(図表 9)。ただし、関税の交渉が不調に終わった場合や、実体経済に大きな下振れの効果が出始めた場合などは、25 年下半期に入ってから追加利下げを継続し、政策金利が緩和的な水準に到達することも想定しておきたい。



出所: ECB、Bloomberg、リ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
140	2024/12/27	日本株	日本株 12 月セクター動向と 1 月見通し
141	2025/1/6	米国経済	12 月 ISM 製造業景況感指数
142	2025/1/10	日本株	日本株需給(12 月 23 日～12 月 27 日)
143	2025/1/14	米国経済	12 月米雇用統計
144	2025/1/15	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 1 月)
145	2025/1/20	日本株	日本株需給(1 月 6 日～1 月 10 日)
146	2025/1/20	コモディティ	12 月 WTI 原油先物価格
147	2025/1/22	豪州経済	1 月豪州概況
148	2025/1/24	日本株	日本株需給(1 月 14 日～1 月 17 日)
149	2025/1/27	日本株	日本株と ESG 投資～GPIF 採用指数の視点から
150	2025/1/30	米国経済	1 月 FOMC
151	2025/1/31	欧州経済	24 年第 4 四半期ユーロ圏 GDP 統計
152	2025/1/31	日本株	日本株需給(1/20～1/24)
153	2025/1/31	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
154	2025/2/3	日本株	日本株 1 月セクター動向と 2 月見通し
155	2025/2/3	日本株, 米国株	2 月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立
156	2025/2/4	米国経済	1 月 ISM 製造業景況感指数
157	2025/2/4	欧州経済	25 年 1 月ユーロ圏物価動向
158	2025/2/7	日本株	日本株需給(1 月 27 日～1 月 31 日)
159	2025/2/13	米国経済	1 月米 CPI
160	2025/2/14	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 2 月)
161	2025/2/14	コモディティ	25 年 1 月 WTI 原油先物価格
162	2025/2/17	日本株	日本株需給(2 月 3 日～2 月 7 日)
163	2025/2/25	日本株	日本株需給(2 月 10 日～2 月 14 日)
164	2025/2/27	欧州政治	2025 年 2 月ドイツ連邦議会選挙
165	2025/2/28	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 4Q
166	2025/2/28	豪州経済	25 年 2 月豪州概況
167	2025/3/3	日本株	日本株の 2 月セクター動向と 3 月見通し
168	2025/3/3	日本株	日本株需給(2 月 17 日～2 月 21 日)
169	2025/3/4	欧州経済	25 年 2 月ユーロ圏物価動向
170	2025/3/4	米国経済, 米国株	2 月 ISM 製造業景況指数
171	2025/3/7	半導体, 米国株	日本株需給(2 月 25 日～2 月 28 日)
172	2025/3/7	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
173	2025/3/12	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 3 月)
174	2025/3/13	米国経済	2 月米 CPI
175	2025/3/14	日本株	日本株需給(3 月 3 日～3 月 7 日)
176	2025/3/19	米国株	2025 年の米国株見通し(2025 年 3 月号)
177	2025/3/21	米国経済	3 月 FOMC
178	2025/3/24	日本株	日本株需給(3 月 10 日～3 月 14 日)
179	2025/3/28	日本株	日本株需給(3 月 17 日～3 月 21 日)
180	2025/4/1	日本株	日本株 3 月セクター動向と 4 月見通し
181	2025/4/4	日本株	日本株需給(3 月 24 日～3 月 28 日)
182	2025/4/4	米国経済, 日本株, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し
183	2025/4/10	米国経済, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し 2
184	2025/4/11	日本株	日本株需給(3 月 31 日～4 月 4 日)
185	2025/4/11	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 4 月)
186	2025/4/11	米国経済	3 月米 CPI
187	2025/4/15	米国経済, 日本株, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し 3
188	2025/4/15	コモディティ	25 年 3 月 WTI 原油先物価格
189	2025/4/17	豪州経済	25 年 4 月豪州概況

◎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。