

2025年6月6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

今後の利下げ有無は米国との関税交渉次第

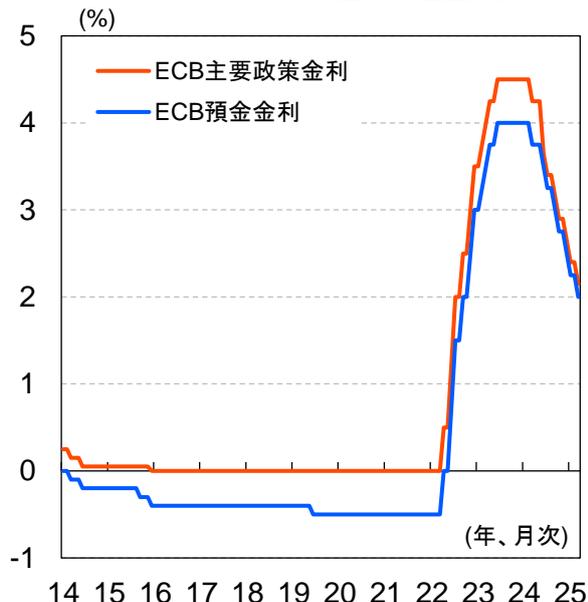
要約

- ECBは6月5日の理事会で、政策金利の0.25%pt引き下げを決定した。
- 記者会見では、「一連の複合的なショックに対応してきた金融政策サイクルは終わりに近づいている」と述べるなど、連続利下げ局面の終了を示唆するような、ややタカ派的な理事会となった。
- 一部対米関税のデールが成立し影響が緩和される前提では、今会合をもって利下げ打ち止めとなる予想を維持する。関税交渉不調の場合は、もう一段の追加利下げも選択肢に入るだろう。

市場予想通り 25bps の追加利下げ

6月5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2.15%、預金金利は2.00%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2.4%、26年:1.9%、27年:1.9%と前回(25年:2.2%、26年:2.0%、27年:1.9%)から26年の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0.9%、26年:1.1%、27年:1.3%と前回(25年:0.9%、26年:1.2%、27年:1.3%)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: ECB、Bloomberg

【図表2:ECBスタッフによる経済見通し】

		25年	26年	27年
HICP	6月	2.0	1.6	2.0
	(前年比、%) 3月	2.3	1.9	2.0
HICP コア	6月	2.4	1.9	1.9
	(前年比、%) 3月	2.2	2.0	1.9
実質 GDP	6月	0.9	1.1	1.3
	(前年比、%) 3月	0.9	1.2	1.3

出所: ECB

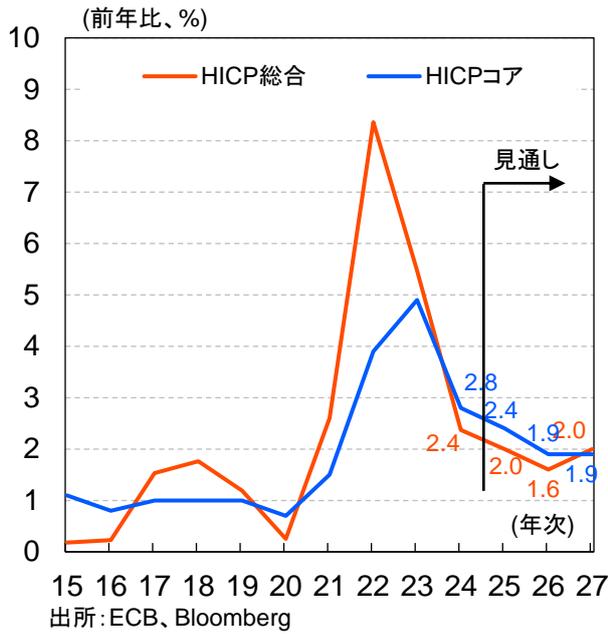
◎注意事項

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】



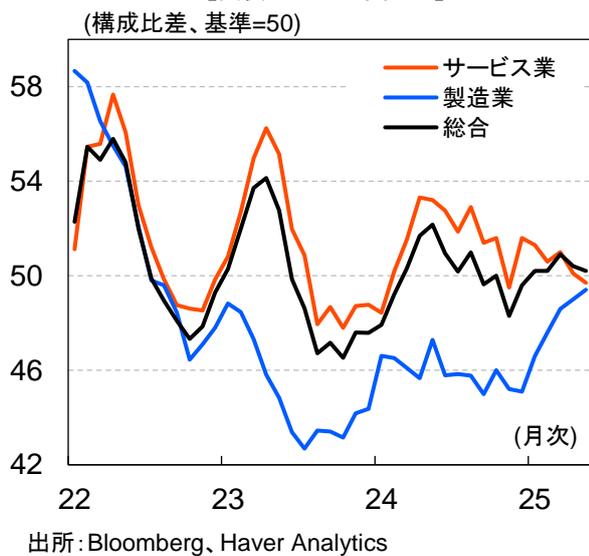
【図表 4: ユーロ圏実質 GDP】



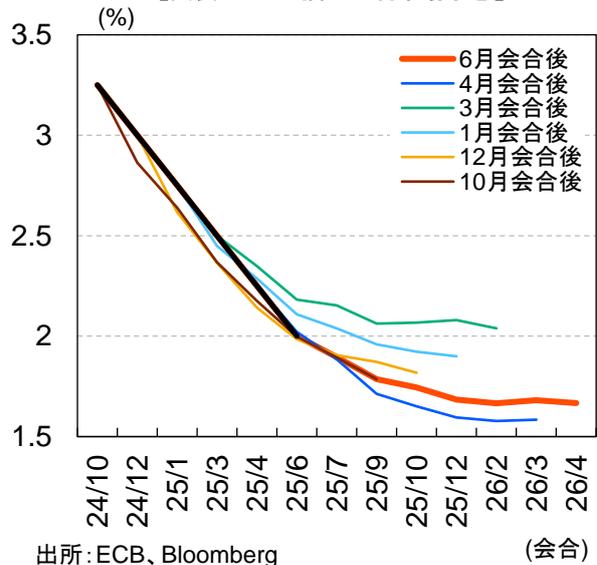
先物市場は依然としてもう一段階の緩和を示唆

ユーロ圏では昨年末以降、サービス業景況感が軟調に推移する一方で製造業景況感の改善が続いている(図表 5)。しかし、4 月上旬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。また、その後の米欧間の関税協議においても、具体的な進展がみられないことから先行き不透明感が続いている。そのため、先行きについては会合前の追加 2 回程度の利下げ織り込みが、会合後には 1 回程度に修正されたものの、政策金利は今年末には緩和的な水準に到達するとの見方が市場では継続している(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。



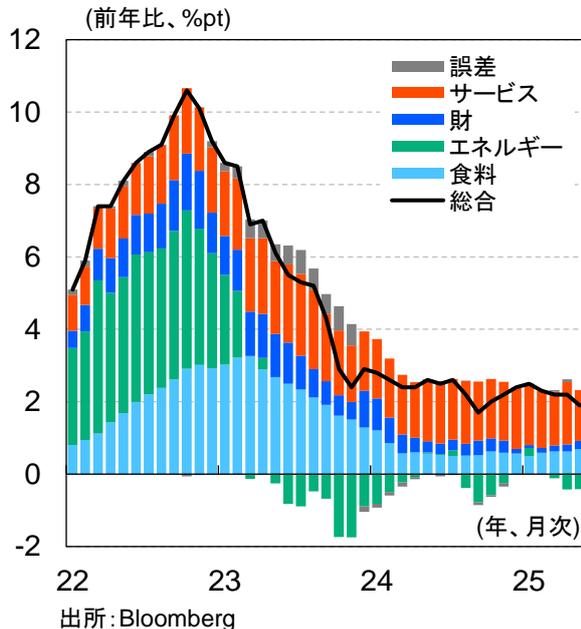
声明では、「不確実性が極めて高い現状では、データに依存し、会合毎に適切な金融政策スタンスを決定することになる」とこれまで同様、特定の金利経路には事前にコミットしないことが示された。理事会後のラガルド総裁による記者会見では、具体的な利下げパスへの言及はなく、中立金利の議論はショックがない世界でのみ機能するとした前回意見を踏襲しつつも、「一連の複合的なショックに対応してきた金融政策サイクルは終わりに近づいている」と述べ、現在の金利水準が様々なリスク要因を見極めるのに最適な水準であることを示した。このような発言によって、次回以降の会合においては一層慎重に追加利下げの判断を行うとの観測から、会見直後には金利は上昇、ユーロ高で反応した。

サービスインフレは漸く減速局面入りか

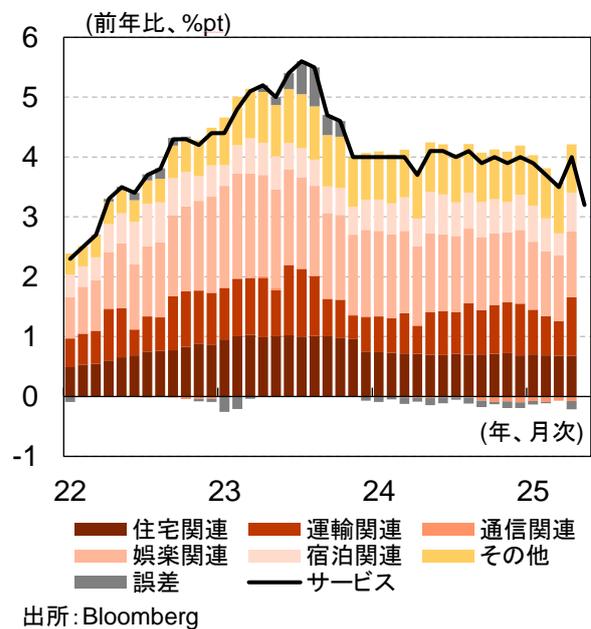
前回の4月会合以降、4・5月PMIや4・5月消費者物価、1-3月GDP、1-3月妥結賃金などの指標が公表された。PMIについては図表5の通り、総合指数が好不況の分かれ目となる50を維持、製造業は依然として逆風の環境ながら昨年末頃から改善傾向が続いている。一方で、サービス業については24年春頃をピークに足元までやや軟調な推移となっており、足元は節目の50を割っている。

消費者物価は、総合指数はECBの物価目標である前年比2%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4月分がイースター休暇の時期のずれなどが要因で、運輸関連や宿泊関連がけん引して伸びが高まったものの、全体的には漸く足元で減速傾向が鮮明になりつつある(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】



25年第1四半期の実質GDPは、前期比0.3%と前期から伸びが加速した(図表9)。国別では、前期マイナス成長となったドイツやフランスがともにプラス成長に回復したほか、スペインなど南欧地域での高成長も目立った。個人消費が伸び悩むなか、米関税適用前の駆け込み輸出の増加が全体をけん引したとみられる。

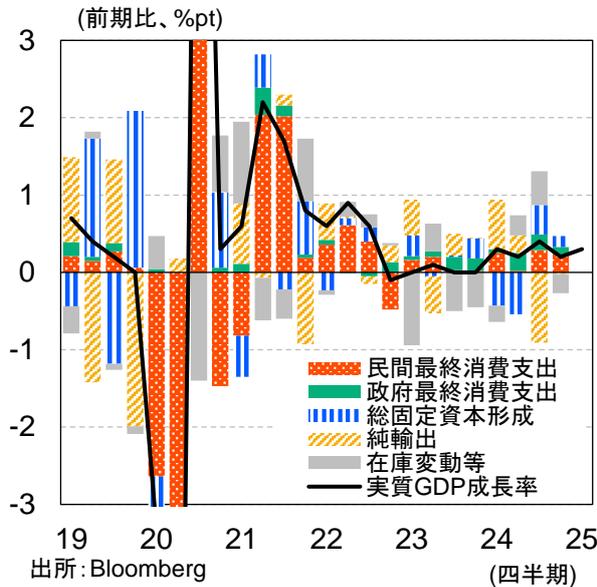
25年第1四半期の妥結賃金は、前年比2.4%と、前期から伸びが大きく減速した(図表10)。2つの先行指標を確認しても、いずれも今年末にかけて賃金の伸びの更なる減速を示唆しており、賃金の一段の減速はひいてはサービス物価の減速につながっていくものとみられる。

◎注意事項

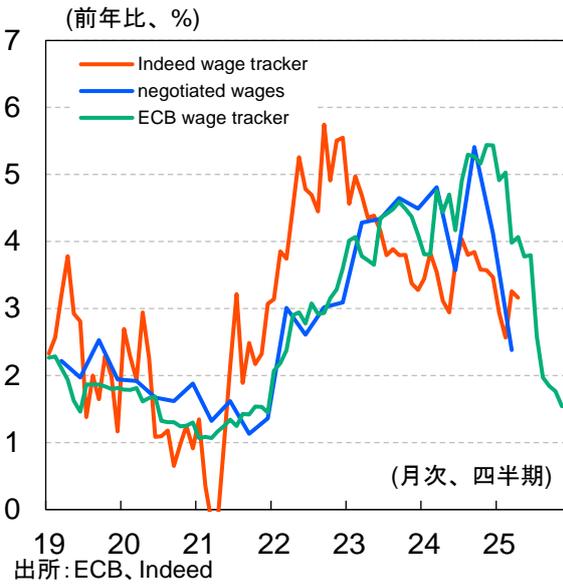
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

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: ユーロ圏実質 GDP 成長率】



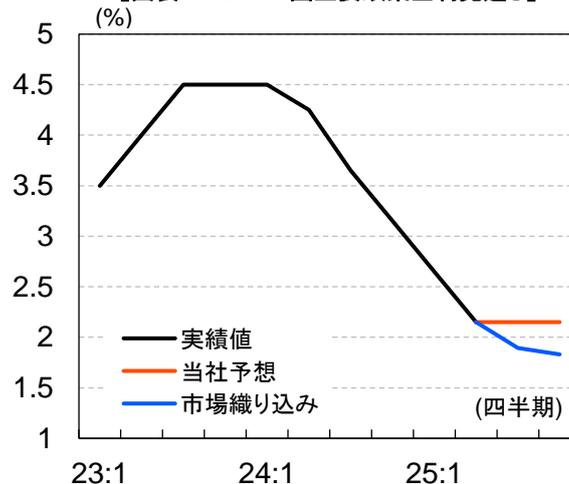
【図表 10: ユーロ圏賃金指標】



関税交渉不調ならもう一段階の追加利下げも念頭

今会合の声明や記者会見、現状のインフレ率や景気動向などを勘案すれば、ECB は今回会合において一旦連続利下げ局面を終了し、以後は会合毎にその時点における経済状況を慎重に見極めるとみられる。現時点においてもなお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、一部デールによる関税の影響緩和を前提のもと、以後の政策金利は横置きとする予想を継続している(図表 11)。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 年下半年に入ってから追加利下げを行い、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。

【図表 11: 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
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
190	2025/4/18	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
191	2025/4/18	日本株	日本株需給(4月7日~4月11日)
192	2025/4/22	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年4月)-特別号
193	2025/4/25	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(4月14日~4月18日)
194	2025/5/1	日本株	日本株4月セクター動向と5月見通し
195	2025/5/1	欧州経済	25年第1四半期ユーロ圏GDP統計
196	2025/5/7	欧州経済	25年4月ユーロ圏物価動向
197	2025/5/7	日本株	日本株需給(4月21日~4月25日)
198	2025/5/7	米国経済, 米国株	4月ISM製造業景況感指数
199	2025/5/7	米国経済	4月雇用統計
200	2025/5/8	米国経済	5月FOMC
201	2025/5/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年5月)
202	2025/5/13	日本株	日本株需給(4月28日~5月2日)
203	2025/5/13	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4
204	2025/5/14	米国経済	4月米CPI
205	2025/5/16	日本株	日本株需給(5月7日~5月9日)
206	2025/5/20	豪州経済	25年5月豪州概況
207	2025/5/23	日本株	日本株需給(5月12日~5月16日)
208	2025/5/26	欧州経済	25年第1四半期ユーロ圏賃金動向
209	2025/5/28	コモディティ	25年4・5月WTI原油先物価格
210	2025/5/29	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 FY2026 1Q
211	2025/5/30	日本株	日本株需給(5月19日~5月23日)
212	2025/6/3	日本株	日本株5月セクター動向と6月見通し
213	2025/6/3	米国経済	5月ISM製造業景況感指数
214	2025/6/4	欧州経済	25年5月ユーロ圏物価動向
215	2025/6/5	米国株	米国株5月レビューと6月見通し

◎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。