

2025 年 9 月 12 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

経済リスク評価を上方修正、様子見姿勢の維持を示唆

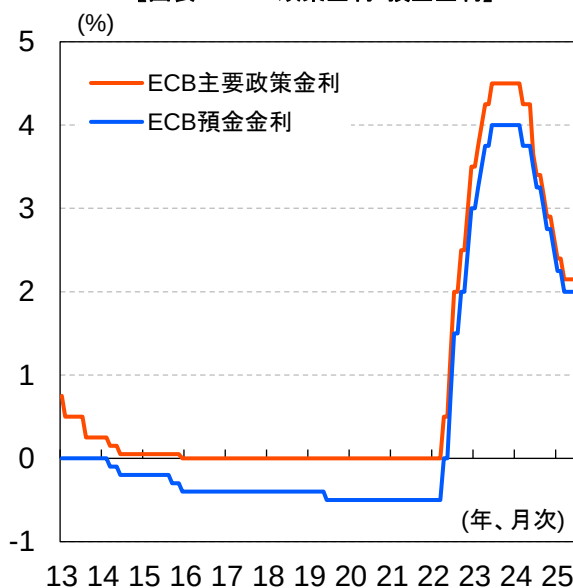
要約

- ECB は 9 月 11 日の理事会で、政策金利の据え置きを決定した。
- 記者会見では、米関税による不確実性の低下を受けて経済成長に対するリスク評価を前回から上方修正したことで、市場の追加利下げ観測は後退した。
- 政策金利は現在の水準がターミナルレートとなる予想を維持する。ただし、関税が実体経済を下振れさせる場合や極端なユーロ高が進行する場合は、追加利下げに至る可能性も念頭に置きたい。

市場予想通り政策金利据え置き

9 月 11 日に開催された ECB 理事会では、政策金利の据え置きを決定した。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:1.8%と前回(25 年:2.4%、26 年:1.9%、27 年:1.9%)から 27 年の見通しを小幅に下方修正した。ユーロ圏実質 GDP についても 25 年:前年比 1.2%、26 年:1.0%、27 年:1.3%と前回(25 年:0.9%、26 年:1.1%、27 年:1.3%)から直近の成長率を上方修正した一方、26 年の見通しを小幅に下方修正した(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	9 月	2.1	1.7	1.9
(前年比、%)	6 月	2.0	1.6	2.0
HICP コア	9 月	2.4	1.9	1.8
(前年比、%)	6 月	2.4	1.9	1.9
実質 GDP	9 月	1.2	1.0	1.3
(前年比、%)	6 月	0.9	1.1	1.3

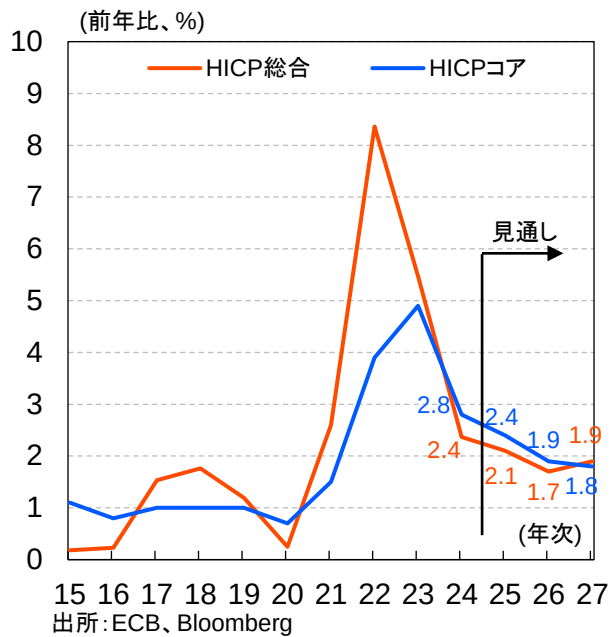
出所: ECB

◎注意事項

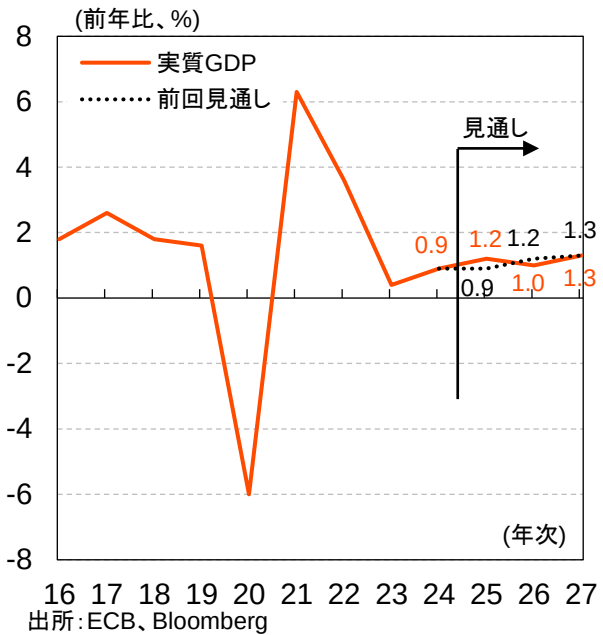
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

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】



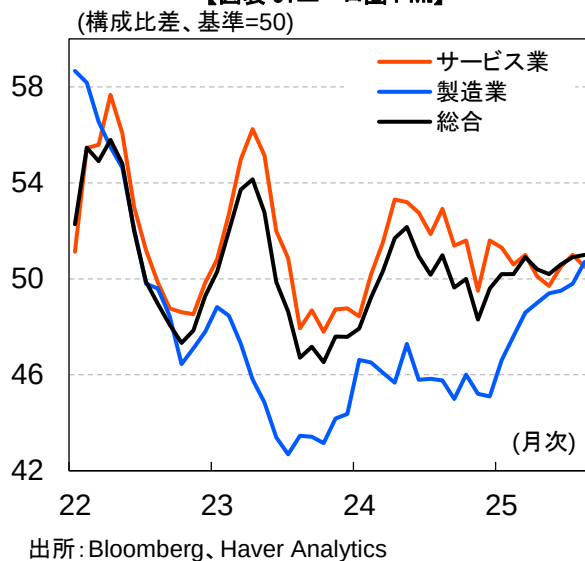
【図表 4: ユーロ圏実質 GDP】



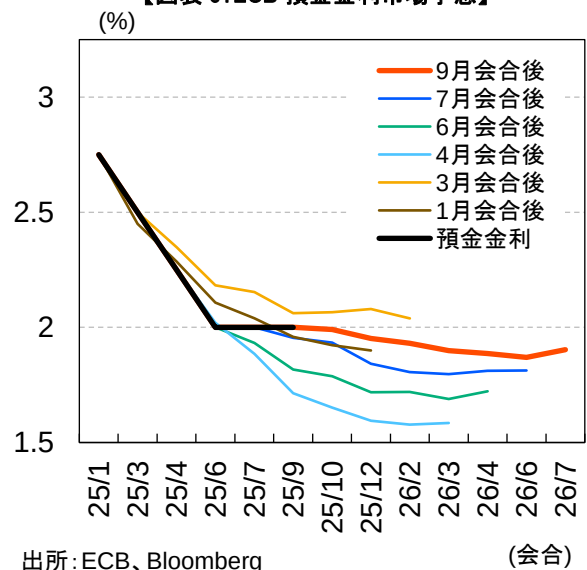
先物市場では年内の追加利下げをほぼ織り込まず

ユーロ圏では昨年末以降、製造業景況感の改善が続いており、サービス業景況感についても足元は好不況の分かれ目となる 50 を上回って推移している(図表 5)。当初、4 月上旬に米国が相互関税の詳細を発表した際には、実際に発動されればユーロ圏経済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ず、先行き不透明感が続いていた。しかし、交渉期限を目前に、最終的には相互関税率 15%での合意に至った。こうした景況感の改善傾向や米関税による不確実性の低下観測を背景に、先行きについては 4 月会合時点で 2 回の追加利下げを織り込んでいたものの、その後は次第に織り込みが後退。今会合後には追加利下げが 1 回行われるとの見方が 5 割程度にとどまっている(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。

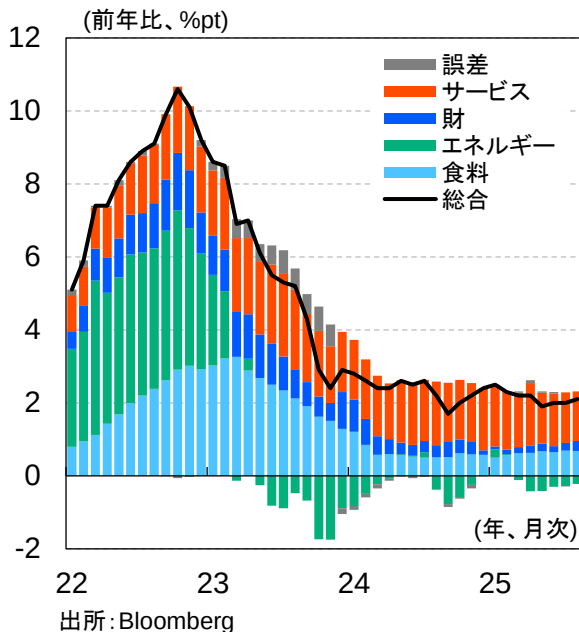
声明では、「適切な金融政策スタンスを決定するために、データに依存し、会合毎のアプローチに従う」とし、これまでと同様に特定の金利経路には事前にコミットしない姿勢が示された。理事会後のラガルド総裁による記者会見では、最近の貿易協定が不確実性を低下させており、経済成長に対するリスクはよりバランスが取れていると述べ、前回から判断を上方修正した。また、インフレについては、依然として通常よりも不透明感が高く、上下双方向のリスクがあるとしながらも、「長期的なインフレ期待は 2%にアンカーされている」と強調し、中期的な 2%目標の達成に自信をみせた。このような発言を受け、市場では次回以降の会合においても経済やインフレのリスクを見極める姿勢が続くとの見方から追加利下げ観測が一段と後退。会見直後には短期金利を中心に上昇し、ユーロ高で反応した。

サービスインフレは緩やかな減速傾向続く

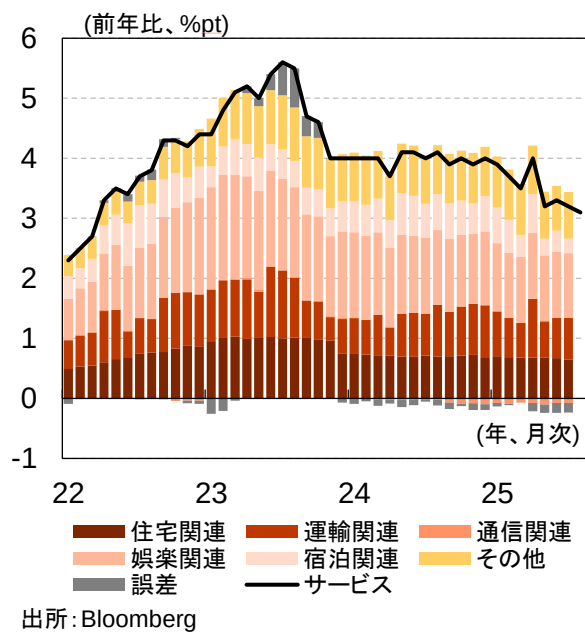
前回の 6 月会合以降、8 月 PMI や 7・8 月消費者物価、4-6 月 GDP、4-6 月妥結賃金などの指標が公表された。PMI については図表 5 の通り、総合指数やサービス指数が好不況の分かれ目とされる 50 を維持、製造業も昨年末頃から改善傾向が続き、基準値の 50 を上回った。

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)。サービス物価は前年比の伸びが 24 年の 4%前後から 3%台前半まで減速してきており、緩やかではあるが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】

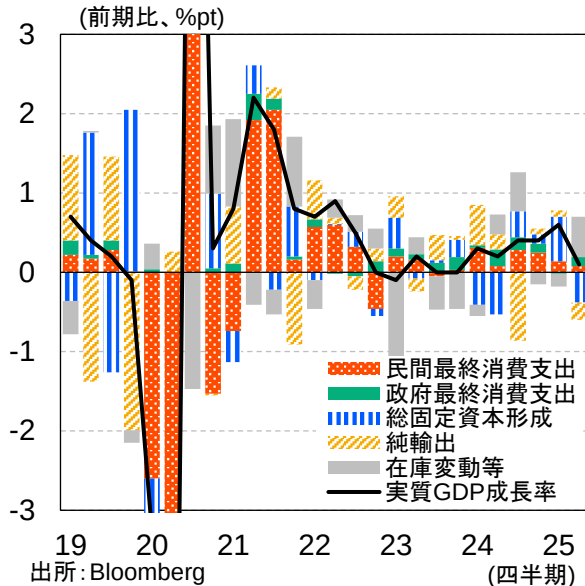


25 年第 2 四半期の実質 GDP は、前期比 0.1%と前期の 0.6%から伸びが減速した(図表 9)。総固定資本形成や純輸出は前期の反動でマイナス寄与となった一方、在庫の積み増しが成長を下支えた格好となった。実質賃金のプラス転換を背景に個人消費は底堅く推移した。一方、企業の設備投資意欲の持ち直しの速度は、知的財産生産物関連の振れが大きいと割り引いてみる必要はあるが、依然緩やかなものに留まるとみられる。

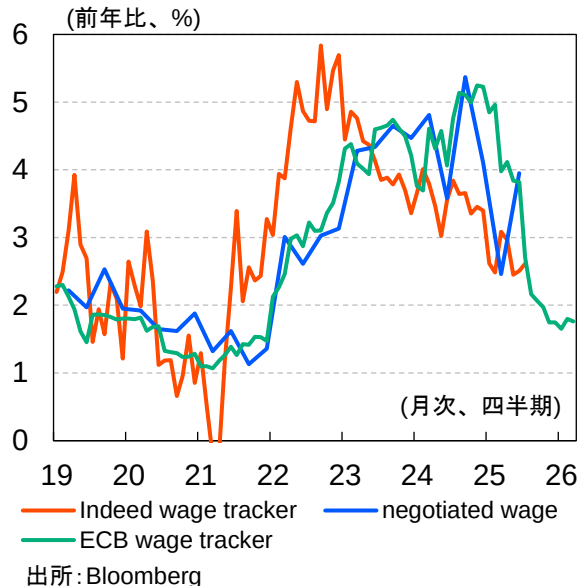
25 年第 2 四半期の妥結賃金は、前年比 4.0%と、前期から伸びが再加速した(図表 10)。複数年にわたる賃金協定や一時金の影響なども背景にあると考えられるが、2 つの先行指標はいずれも先行きの賃金上昇率鈍

化を示唆しており、今回の数字は振れの範囲にとどまる可能性が高い。今後は賃金の一段の減速が進み、ひいてはサービス物価の減速につながっていくと見込まれる。

【図表 9: ユーロ圏実質 GDP 成長率】



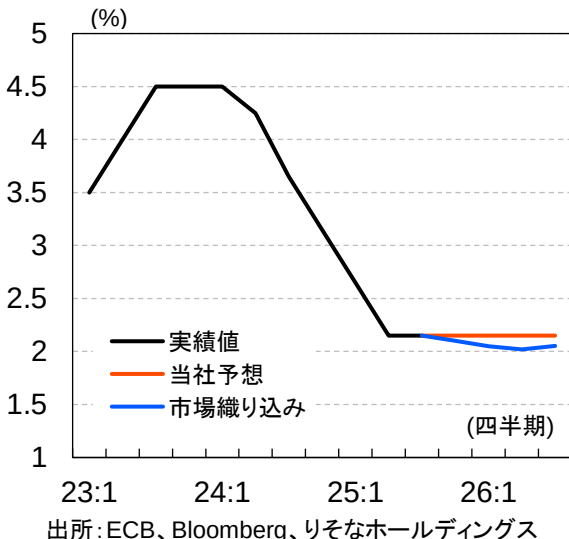
【図表 10: ユーロ圏賃金指標】



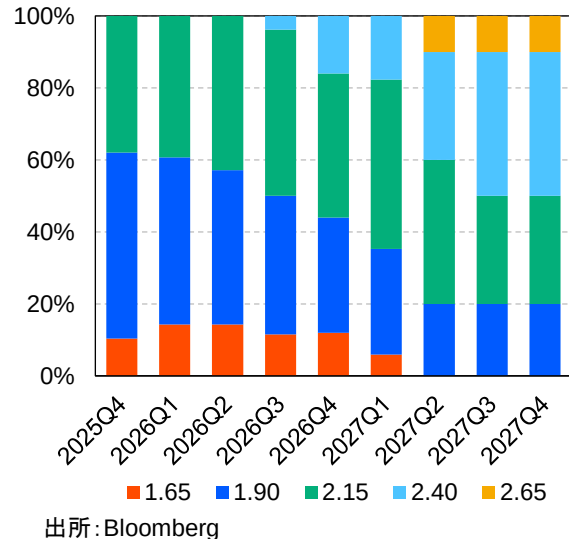
当面は現在の政策金利の水準を維持か

今会合の声明や記者会見に加え、現状のインフレ率や景気動向を総合的に勘案すると、ECB は現在の政策金利の水準の維持を基本路線とし、会合毎にその時点の経済状況を慎重に見極める姿勢を維持するとみられる。当社としても、以後の政策金利は横ばいで推移するとの予想を継続する(図表 11)。エコノミスト調査においても、ECB が利下げ局面をすでに終了したと判断する割合が全体の 4 割に達している(図表 12)。ただし、関税の影響で实体经济への大きな下振れの効果が顕在化した場合や、ユーロ高が極端に進行し直接もしくは輸出企業の業績悪化などを通じてインフレ低下圧力が強まった場合には、追加利下げが行われ政策金利が緩和的な水準に到達することも引き続き念頭に置く必要がある。

【図表 11: ユーロ圏主要政策金利見通し】



【図表 12: 8 月エコノミスト調査の政策金利見通し】



◎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。

■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
215	2025/6/5	米国株	米国株 5 月レビューと 6 月見通し
216	2025/6/6	日本株	日本株需給(5 月 26 日～5 月 30 日)
217	2025/6/6	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
218	2025/6/10	米国経済	5 月雇用統計
219	2025/6/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 6 月)
220	2025/6/13	日本株	日本株需給(6 月 2 日～6 月 6 日)
221	2025/6/13	米国経済	5 月米 CPI
222	2025/6/19	米国経済	6 月 FOMC
223	2025/6/19	豪州経済	25 年 6 月豪州概況
224	2025/6/20	日本株	日本株需給(6 月 9 日～6 月 13 日)
225	2025/6/24	米国株, 日本株	ROE 分解からみえる米ハイテク株の優位性
226	2025/6/26	コモディティ	25 年 5・6 月 WTI 原油先物価格
227	2025/6/27	日本株	日本株需給(6 月 16 日～6 月 20 日)
228	2025/7/1	日本株	日本株 6 月セクター動向と 7 月見通し
229	2025/7/2	米国経済, 米国株	6 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
230	2025/7/2	欧州経済	25 年 6 月ユーロ圏物価動向
231	2025/7/4	米国経済	6 月雇用統計
232	2025/7/4	日本株	日本株需給(6 月 23 日～6 月 27 日)
233	2025/7/11	日本株	日本株需給(6 月 30 日～7 月 4 日)
234	2025/7/16	米国経済	6 月米 CPI
235	2025/7/17	豪州経済	25 年 7 月豪州概況
236	2025/7/18	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2025 年 7 月)
237	2025/7/18	日本株	日本株需給(7 月 7 日～7 月 11 日)
238	2025/7/25	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
239	2025/7/25	日本株	日米関税交渉と日本株バリュエーション
240	2025/7/28	日本株	日本株需給(7 月 14 日～7 月 18 日)
241	2025/7/30	コモディティ	25 年 6・7 月 WTI 原油先物価格
242	2025/7/31	欧州経済	25 年第 2 四半期ユーロ圏 GDP 統計
243	2025/7/31	米国経済	7 月 FOMC
244	2025/8/1	欧州経済	日本株の 7 月セクター動向と 8 月見通し
245	2025/8/1	日本株	日本株需給(7 月 22 日～7 月 25 日)
246	2025/8/4	欧州経済	25 年 7 月ユーロ圏物価動向
247	2025/8/4	米国経済, 米国株	7 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
248	2025/8/4	米国経済	7 月雇用統計
249	2025/8/8	日本株	日本株需給(7 月 28 日～8 月 1 日)
250	2025/8/13	米国経済	7 月米 CPI
251	2025/8/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 8 月)
252	2025/8/14	豪州経済	25 年 8 月豪州概況
253	2025/8/18	日本株	日本株需給(8 月 4 日～8 月 8 日)
254	2025/8/22	日本株	日本株需給(8 月 12 日～8 月 15 日)
255	2025/8/25	欧州経済	25 年第二四半期ユーロ圏賃金動向
256	2025/8/28	コモディティ	25 年 7・8 月 WTI 原油先物価格
257	2025/8/28	半導体, 日本株, 米国株	エヌビディアの決算 FY2026 2Q
258	2025/8/28	日本株	日本株需給(8 月 18 日～8 月 22 日)
259	2025/8/28	日本株	4-6 月期決算と年末までの見通し
260	2025/9/3	日本株	25 年 8 月ユーロ圏物価動向
261	2025/9/3	日本株	8 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
262	2025/9/5	日本株	日本株需給(8 月 25 日～8 月 29 日)
263	2025/9/8	米国経済	8 月雇用統計
264	2025/9/10	日本株	自民党総裁選と日本株見通し

◎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。