

2025 年 12 月 19 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・インフレ見通しをともに上方修正、政策判断はデータ次第の姿勢を維持

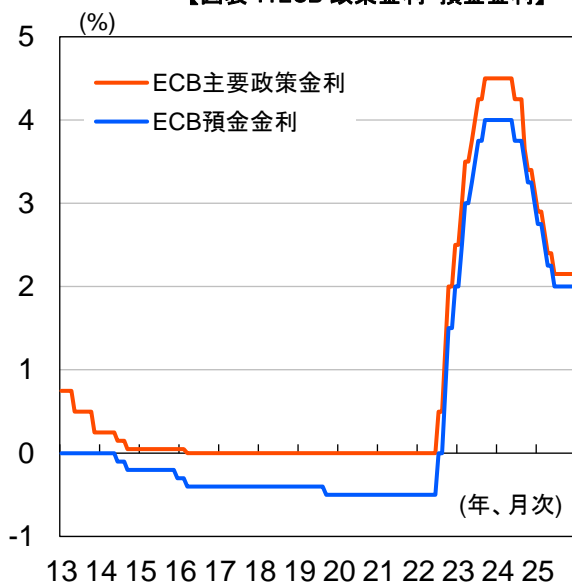
要約

- ECB は 12 月 18 日の理事会で、政策金利の据え置きを決定した。
- ECB スタッフによる経済見通しでは、経済・インフレともに前回から上方修正となった。総裁の記者会見では、改めて今後の政策判断はデータ次第であるとの姿勢を堅持した。
- 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、関税が实体经济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

12 月 18 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 26 年:前年比 2.2%、27 年:1.9%、28 年:2.0%と前回(26 年:1.9%、27 年:1.8%)から上方修正した。ユーロ圏実質 GDP についても 26 年:前年比 1.2%、27 年:1.4%、28 年:1.4%と前回(26 年:1.0%、27 年:1.3%)から上方修正した(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	28 年
HICP	12 月	2.1	1.9	1.8	2.0
(前年比、%)	9 月	2.1	1.7	1.9	
HICP コア	12 月	2.4	2.2	1.9	2.0
(前年比、%)	9 月	2.4	1.9	1.8	
実質 GDP	12 月	1.4	1.2	1.4	1.4
(前年比、%)	9 月	1.2	1.0	1.3	

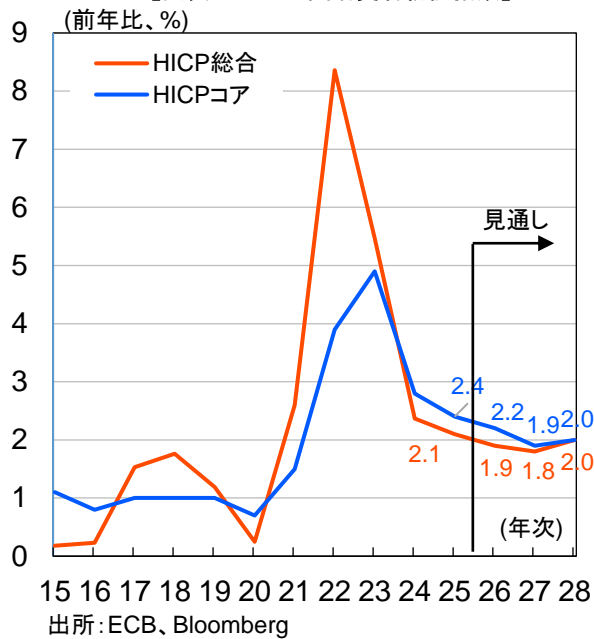
出所: ECB

◎注意事項

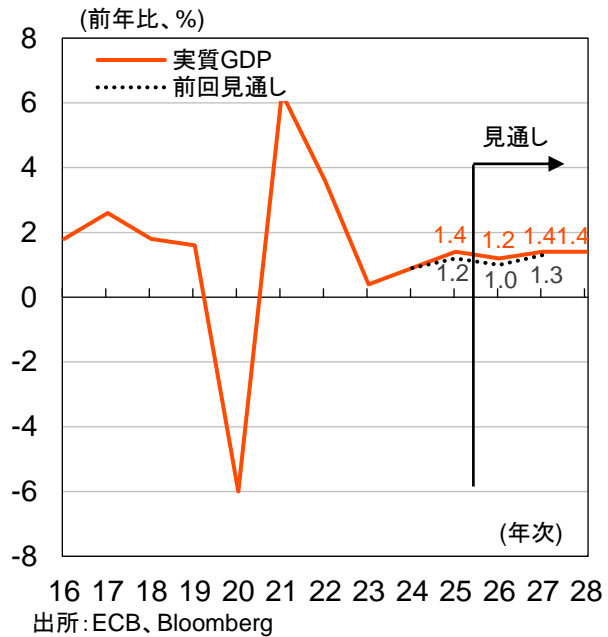
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

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】



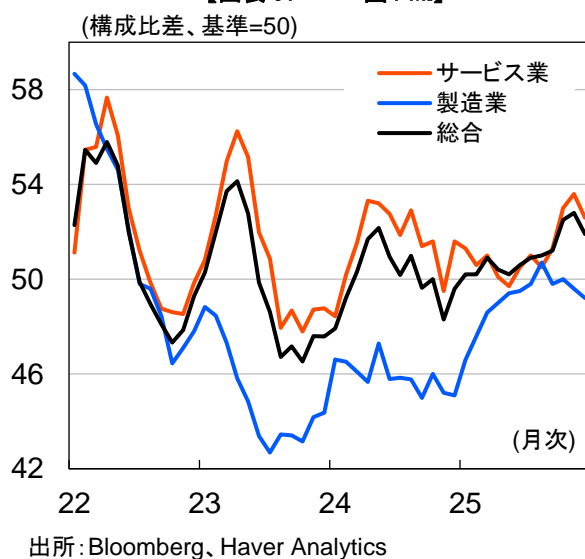
【図表 4: ユーロ圏実質 GDP】



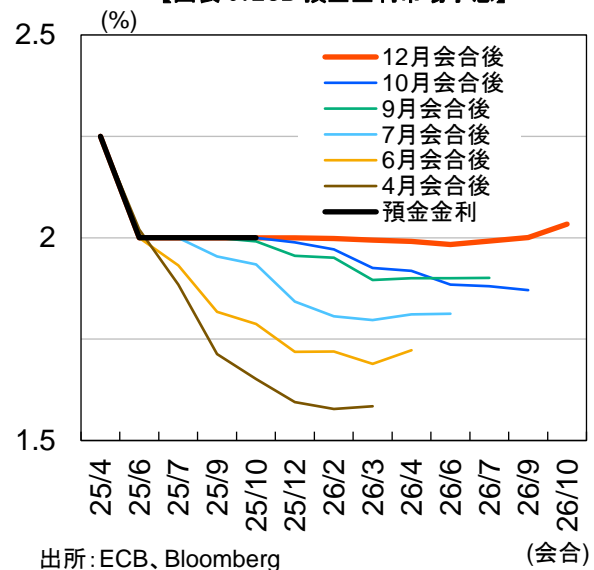
先物市場では来年の追加利下げ織り込みが概ね消失

ユーロ圏では昨年末以降、防衛産業を中心に製造業景況感が改善し好不況の分かれ目となる 50 付近まで上昇、サービス業景況感についても足元は 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 月会合時点では 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の織り込みは概ね消失した(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。

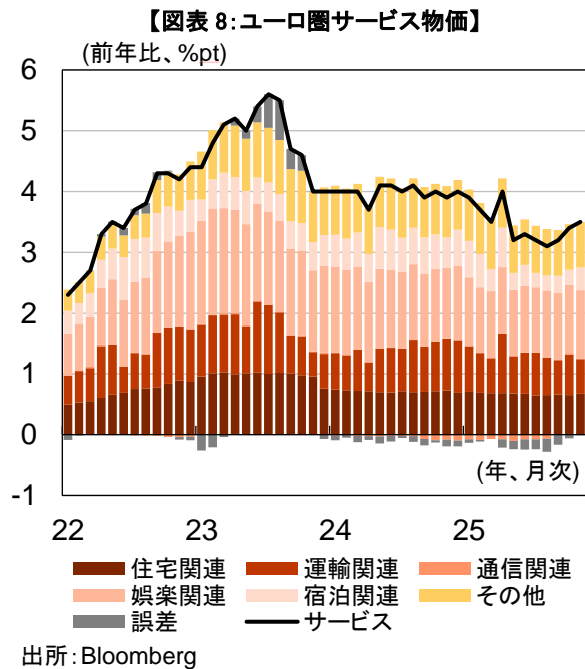
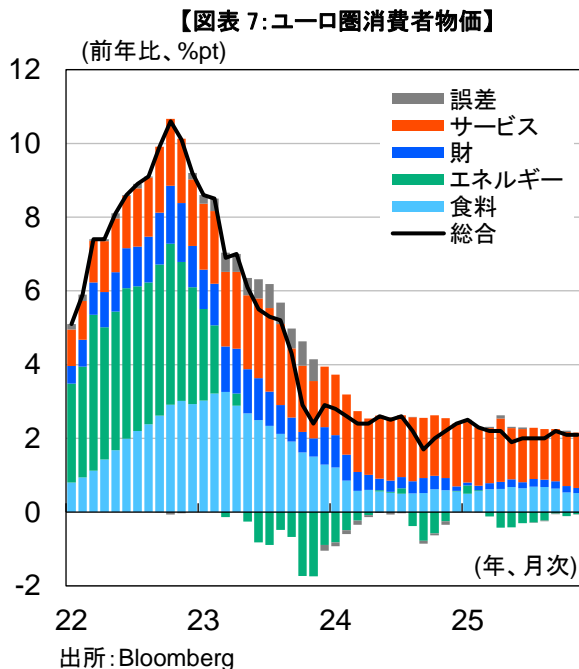
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

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、経済見通しの上方修正を内需主導によるものとしながらも、防衛やインフレに対する政府支出なども経済を支えるとの見方を示した。また、インフレについては、短期的にはエネルギーインフレの下落を主因として2%を下回るものの、28年には排出量取引システム(ETS2)が開始される影響でインフレ率に上方圧力が生じるとの見通しを示した。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概ね消失。政策決定直後には ECB が利下げ局面を終了する公算が大きいとの一部報道の影響もあって金利上昇・ユーロ高となったが、ラガルド総裁が会見において今後の政策判断はデータ次第であるとの姿勢を堅持したことから、会見後には金利・為替ともに元の水準まで下落した。

サービスインフレの減速は足元で一服感

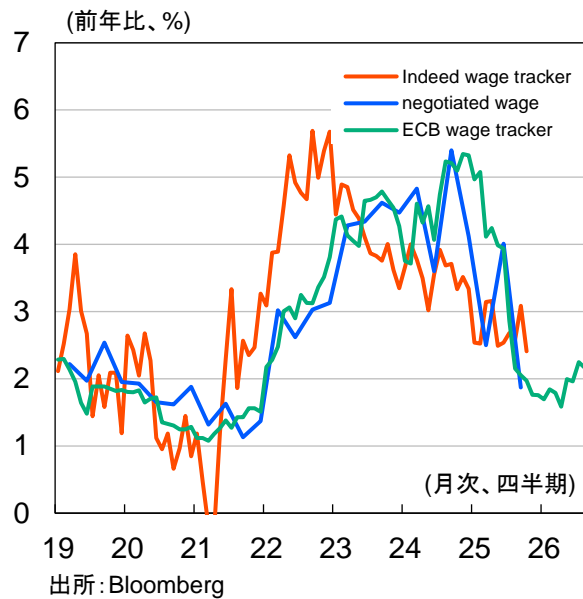
前回の6月会合以降、11・12月PMIや10・11月消費者物価、7-9月妥結賃金などの指標が公表された。PMIについては図表5の通り、総合指数やサービス指数が好不況の分かれ目とされる50を維持、製造業も昨年末頃から改善傾向が続き、基準値の50付近で推移している。

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)。サービス物価は前年比の伸びが24年の4%から3%台半ばまで減速してきているが、足元は特殊要因もあり減速にやや一服感がみられる(図表8)。



25年第3四半期の妥結賃金は、前年比1.9%と、前期から伸びが大きく減速した(図表9)。2つの先行指標はいずれも先行きの賃金上昇率が来年にかけて現状程度の水準で推移することを示唆しており、今後は賃金の減速を受けて次第にサービス物価の減速につながっていくことが見込まれる。

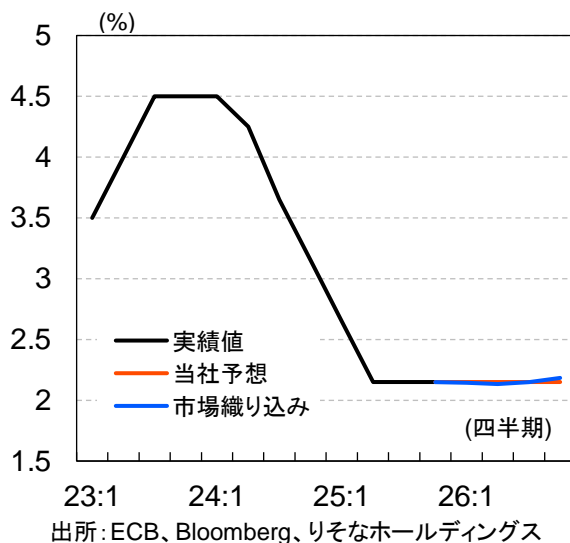
【図表 9: ユーロ圏賃金指標】



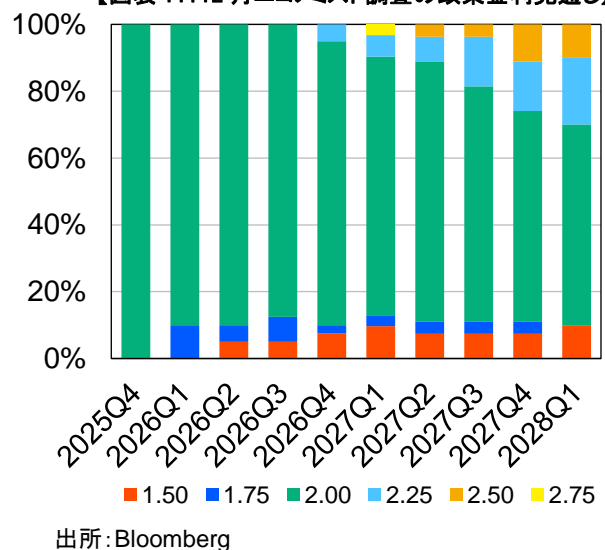
当面は現在の政策金利の水準を維持か

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 10)。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 9 割に達している(図表 11)。ただし、関税の影響で実体経済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。また、来年にかけてはインフレ率が一時的に 2% を割れる場面も想定され、そのような局面では追加利下げに関する議論が再燃する可能性にも留意したい。

【図表 10: ユーロ圏主要政策金利見通し】



【図表 11: 12 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
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
265	2025/9/12	日本株	日本株需給(9 月 1 日～9 月 5 日)
266	2025/9/12	米国経済	8 月米 CPI
267	2025/9/12	半導体, 日本株, 米国株	9 月半導体市場及びハイテク株動向
268	2025/9/12	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
269	2025/9/18	米国経済, 米金利, 米国株	9 月 FOMC とマーケットへの影響
270	2025/9/18	豪州経済	25 年 9 月豪州概況
271	2025/9/19	日本株	ここもとの日本株上昇相場についての考察～日経平均 4 万 5000 円は妥当か
272	2025/9/22	日本株	日本株需給(9 月 8 日～9 月 12 日)
273	2025/9/29	日本株	日本株需給(9 月 16 日～9 月 19 日)
274	2025/9/30	コモディティ	25 年 8・9 月 WTI 原油先物価格
275	2025/10/1	日本株	日本株 9 月レビューと 10 月見通し
276	2025/10/2	欧州経済	25 年 9 月ユーロ圏物価動向
277	2025/10/2	米国株, 米国経済	9 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
278	2025/10/3	日本株	日本株需給(9 月 22 日～9 月 26 日)
279	2025/10/6	日本株, ドル円	高市氏勝利とマーケットへの影響
280	2025/10/10	半導体, 日本株, 米国株	10 月半導体市場及びハイテク株動向
281	2025/10/10	日本株	日本株需給(9 月 29 日～10 月 3 日)
282	2025/10/16	豪州経済	25 年 10 月豪州概況
283	2025/10/20	日本株	日本株需給(10 月 6 日～10 月 10 日)
284	2025/10/24	日本株	日本株需給(10 月 14 日～10 月 17 日)
285	2025/10/30	米国経済	10 月 FOMC とマーケット環境の整理
286	2025/10/31	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
287	2025/10/31	日本株	日本株需給(10 月 20 日～10 月 24 日)
288	2025/10/31	欧州経済	25 年第 3 四半期ユーロ圏 GDP 統計
289	2025/11/4	欧州経済	25 年 10 月ユーロ圏物価動向
290	2025/11/4	日本株	日本株 10 月レビューと 11 月見通し
291	2025/11/5	米国株, 米国経済	11 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
292	2025/11/11	日本株	日本株需給(10 月 27 日～10 月 31 日)
293	2025/11/14	日本株	日本株需給(11 月 4 日～11 月 7 日)
294	2025/11/14	半導体, 日本株, 米国株	11 月半導体市場及びハイテク株動向
295	2025/11/14	豪州経済	11 月豪州概況
296	2025/11/20	半導体, 日本株, 米国株	エヌビディアの決算 FY2026 3Q
297	2025/11/21	米国経済	9 月米雇用統計
298	2025/11/21	日本株	日本株需給(11 月 10 日～11 月 14 日)
299	2025/11/25	欧州経済	25 年第 3 四半期ユーロ圏賃金動向
300	2025/11/26	米国経済	米国消費関連指標とマーケット見通し
301	2025/11/28	コモディティ	25 年 10・11 月 WTI 原油先物価格
302	2025/11/28	日本株	7-9 月期決算集計と日本株ストラテジー～日経平均株価は 25 年度に 6 万円に達する可能性もあろう
303	2025/12/1	日本株	日本株需給(11 月 17 日～11 月 21 日)
304	2025/12/1	日本株	日本株 11 月レビューと 12 月見通し
305	2025/12/3	欧州経済	25 年 11 月ユーロ圏物価動向
306	2025/12/5	日本株	日本株需給(11 月 25 日～11 月 28 日)と Weekly データ集
307	2025/12/11	コモディティ	25 年 12 月豪州概況
308	2025/12/12	日本株	12 月 FOMC とマーケット環境の整理
309	2025/12/12	日本株	日本株需給(12 月 1 日～12 月 5 日)と Weekly データ集
310	2025/12/15	日本株	12 月半導体市場及びハイテク株動向
311	2025/12/15	欧州経済	2026 年の日本株ストラテジー
312	2025/12/17	日本株	11 月米雇用統計

◎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。