

2026年3月23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

政策判断はデータ次第の姿勢を維持も、インフレ上振れや景気下振れリスクを警戒

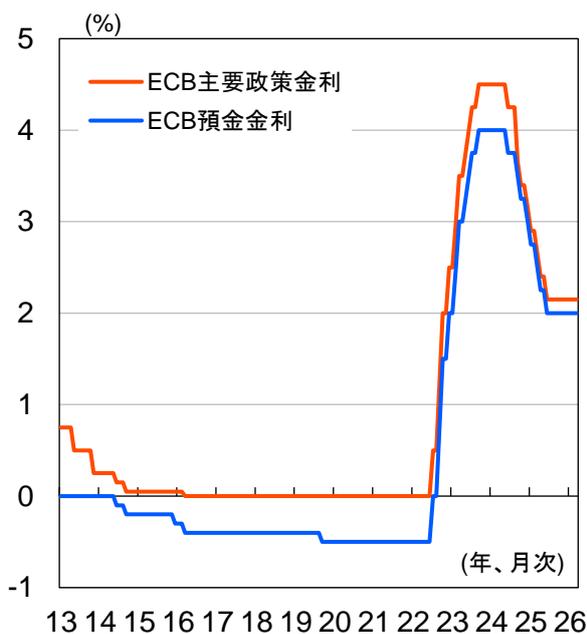
要約

- ECBは3月19日の理事会で、政策金利の据え置きを決定した。
- 総裁の記者会見では、「会合ごと・データ依存」で金融政策の判断を行うこれまでの姿勢を堅持する一方で、中東紛争がインフレ上振れ・景気下振れリスクを生み出していると警戒感を滲ませた。
- 現在のところ中東情勢の影響は一時的と考えており、政策金利は現在の水準を維持すると予想するが、3月CPIが大きく上振れた場合は4月にもECBが利上げを実施する可能性も視野に入りたい。

市場予想通り政策金利据え置き

3月19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2.3%、27年:2.2%、28年:2.1%と前回(26年:2.2%、27年:1.9%、28年:2.0%)から上方修正した。ユーロ圏実質GDPについては26年:前年比0.9%、27年:1.3%、28年:1.4%と前回(26年:1.2%、27年:1.4%、28年:1.4%)から下方修正した(図表2,3,4)。

【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】

		26年	27年	28年
HICP	3月	2.6	2.0	2.1
	(前年比、%) 12月	1.9	1.8	2.0
HICP コア	3月	2.3	2.2	2.1
	(前年比、%) 12月	2.2	1.9	2.0
実質 GDP	3月	0.9	1.3	1.4
	(前年比、%) 12月	1.2	1.4	1.4

出所: ECB

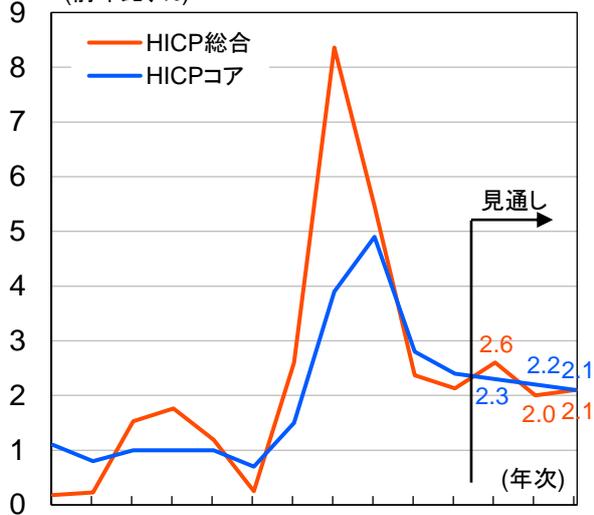
◎注意事項

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】
(前年比、%)



出所: ECB, Bloomberg

【図表 4: ユーロ圏実質 GDP】
(前年比、%)

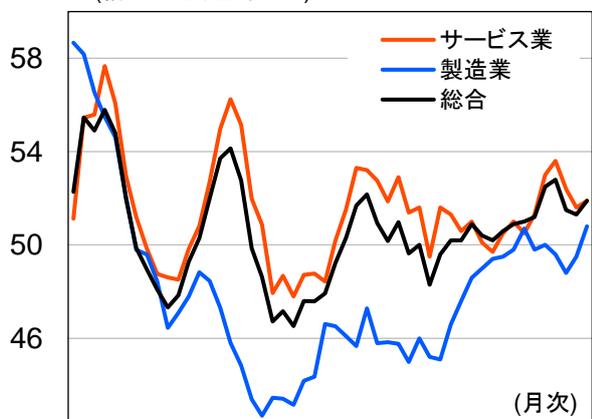


出所: ECB, Bloomberg

先物市場は一変、利上げの織り込みが進む

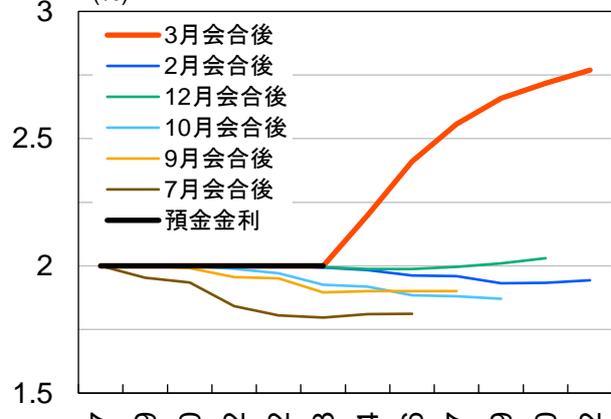
ユーロ圏では昨年末以降、防衛産業がけん引する形で製造業景況感が改善し、好不況の分かれ目となる 50 付近まで上昇、サービス業景況感についても足元は改善にやや一服感がみられるものの 50 を上回って推移している(図表 5)。こうした景況感の改善傾向や米関税による不確実性の低下観測を背景に政策金利は当面据え置かれるとの見方が大勢を占めていたが、足元の原油高を受けて状況は一変した。22 年のインフレ局面において対応が後手に回ったことの教訓から、今般の原油高が中期的なインフレ期待の押し上げに及ぶ兆候がみられれば ECB が速やかに利上げに転じるとの見方が台頭してきている。実際に、一部の ECB 高官が早期の利上げも排除しない旨の発言をしたことも相俟って先行きの織り込みは一気に進み、今会合後時点では年内 3 回の利上げをほぼ完全に織り込む状況となっている(図表 6)。

【図表 5: ユーロ圏 PMI】
(構成比差、基準=50)



出所: Bloomberg, Haver Analytics

【図表 6: ECB 預金金利市場予想】
(%)



出所: ECB, Bloomberg (会合)

◎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。



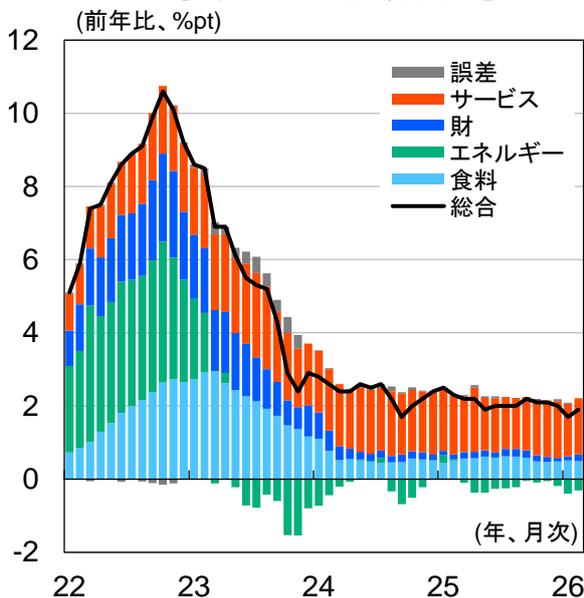
声明では、「データに依存し、会合毎のアプローチに従う」という従来の姿勢が維持された一方で、中東紛争によりインフレの上振れリスクと景気の下振れリスクが生じていることが明確に記述された。さらに、ECB スタッフが示したリスクシナリオでは、中東情勢がより長期化かつ深刻化した場合、予測期間中にインフレが目標値まで十分に低下せず、中期的なインフレ期待を押し上げる可能性が示唆された。理事会後のラガルド総裁による記者会見では、インフレについては、中期的なインフレ期待は現在のところ目標と整合的としながらも、リスクは上方向に傾いているとの認識が示された。また、現在の金利が不確実性に対応する上で良好な位置にあるとしながらも、具体的な利上げ時期などについては明言を避け、声明文通り、データに依存し会合毎に判断する姿勢を示した。市場では事前に利上げの織り込みが進んでいたため、ドイツ金利は記者会見後に一旦低下で反応した。為替は、地政学リスクの上昇を受けてドル買い戻しが進んだことでユーロはこのところ弱含んでいたが、今会合後にユーロは上昇で反応した。

総合インフレは ECB の物価目標を下回る

前回の2月会合以降、2月PMIや2月消費者物価、10-12月期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以上を維持、製造業も24年末頃から大きく改善し、基準値の50付近で推移している。

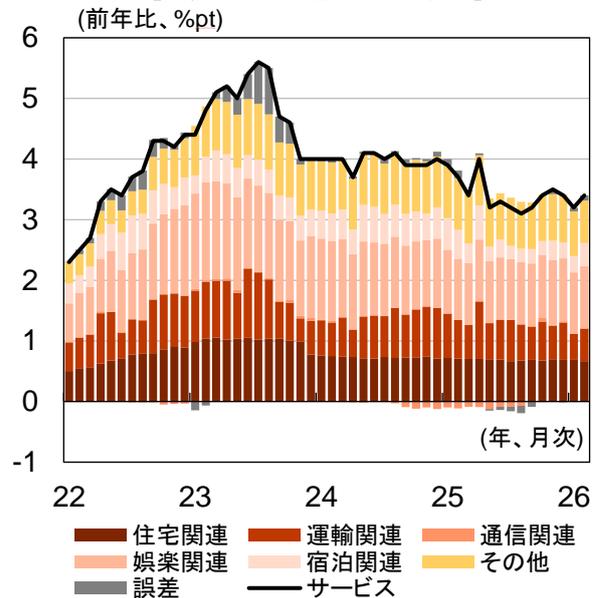
消費者物価は、総合指数は1.9%とECBの物価目標を小幅に下回った(図表7)。ただし、イラン情勢の悪化を受けた原油高などによって、足元ではインフレ上方リスクが意識されつつある。サービス物価は前年比3%台半ば程度での推移が続いている(図表8)。

【図表7: ユーロ圏消費者物価】



出所: Bloomberg

【図表8: ユーロ圏サービス物価】



出所: Bloomberg

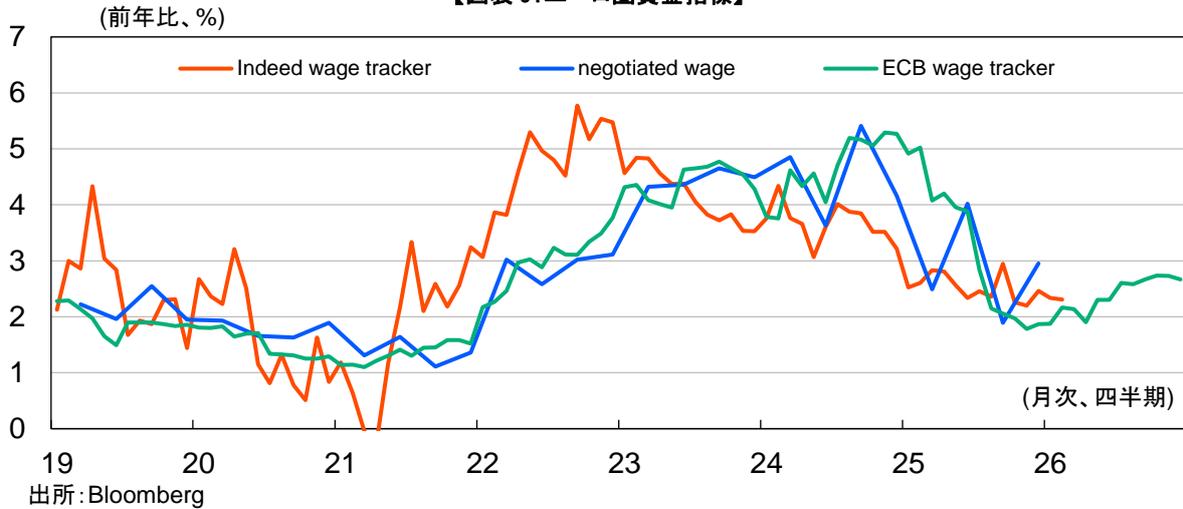
妥結賃金は、前期比3.0%とドイツの一時金が要因で前期から伸び率が加速した(図表9)。妥結賃金に2~3四半期程度先行するとされるIndeed社のwage trackerや、すでに締結されている団体交渉の結果から将来の賃金上昇率を予想するECBのwage trackerの推移を鑑みれば、ユーロ圏の賃金上昇率は今年末にかけて前年比2%台半ば程度での推移が見込まれる。

◎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。

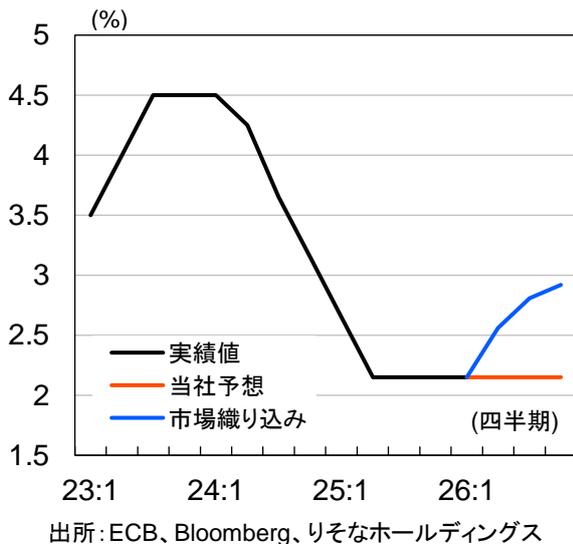
【図表 9: ユーロ圏賃金指標】



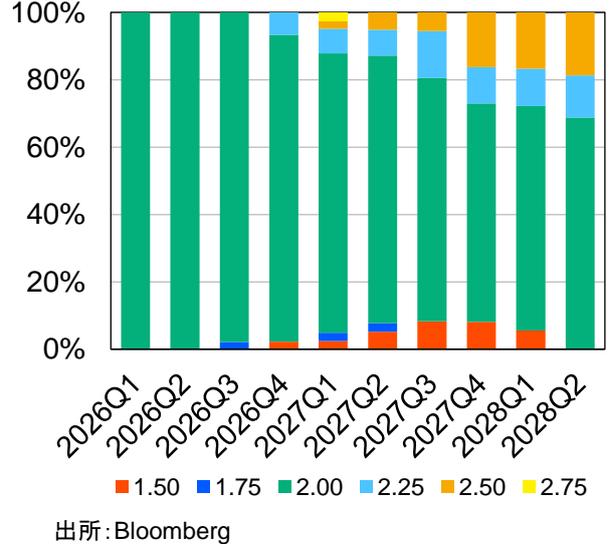
現時点では政策金利維持を予想も、中東情勢深刻化なら利上げ転換へ

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、中東情勢の悪化が一時的なものに留まる場合においては、ECB は早期の利上げには転じず、現在の政策金利の水準の維持を基本路線とする可能性が高いとみられる。当社としても、現時点では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)。中東情勢の悪化後に実施されたエコノミスト調査においても、ECB が年内は政策金利を据え置くと予測する割合が全体の 9 割に達している(図表 11)。ただし、ECB が示したリスクシナリオにもある通り、原油高を受けたインフレ上昇が大幅なものとなる場合には、中期的なインフレ期待の上昇につながるため、ECB が年内に利上げ局面に入る可能性には留意が必要だろう。特に、31 日に公表される 3 月 CPI が市場予想を大幅に上振れる結果となった場合には、最速で 4 月の ECB 理事会において利上げが決定される可能性もあろう。

【図表 10: ユーロ圏主要政策金利見通し】



【図表 11: 3 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
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	米国経済	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	半導体, 日本株, 米国株	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	米国経済	11 月米雇用統計
313	2025/12/19	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
314	2025/12/19	日本株	日本株需給(12 月 8 日～12 月 12 日)と Weekly データ集
315	2025/12/19	日本株	円金利の上昇が日本株に与える影響
316	2026/1/5	日本株	日本株 12 月レビューと 1 月見通し
317	2026/1/7	日本株	日本株需給(12 月 22 日～12 月 26 日)と Weekly データ集
318	2026/1/8	欧州経済	25 年 12 月ユーロ圏物価動向
319	2026/1/8	米国株, 米国経済	2026 年 1 月 ISM 景況感指数と米国株見通し
320	2026/1/9	日本株	日本株需給(12 月 29 日～12 月 30 日)と Weekly データ集
321	2026/1/13	米国経済	12 月米雇用統計とマーケット環境の整理
322	2026/1/14	日本株	衆議院解散と日本株への影響
323	2026/1/16	半導体, 日本株, 米国株	2026 年 1 月半導体市場及びハイテク株動向
324	2026/1/19	日本株	日本株需給(1 月 5 日～1 月 9 日)と Weekly データ集
325	2026/1/23	日本株	日本株需給(1 月 13 日～1 月 16 日)と Weekly データ集
326	2026/1/29	米国経済	2026 年 1 月 FOMC とマーケット環境の整理
327	2026/1/30	日本株	日本株需給(1 月 19 日～1 月 23 日)と Weekly データ集
328	2026/2/2	欧州経済	25 年第 4 四半期ユーロ圏 GDP 統計
329	2026/2/2	日本株	日本株 2026 年 1 月レビューと 2 月見通し
330	2026/2/5	欧州経済	26 年 1 月ユーロ圏物価動向
331	2026/2/6	日本株	日本株需給(1 月 26 日～1 月 30 日)と Weekly データ集
332	2026/2/6	米国株, 米国経済	2026 年 2 月 ISM 景況感指数と米国株見通し
333	2026/2/6	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
334	2026/2/16	日本株	日本株需給(2 月 2 日～2 月 6 日)と Weekly データ集
335	2026/2/16	半導体, 日本株, 米国株	2026 年 2 月半導体市場及びハイテク株動向
336	2026/2/19	米国経済	2 月米インフレ率と消費統計
337	2026/2/20	日本株	日本株需給(2 月 9 日～2 月 13 日)と Weekly データ集
338	2026/2/24	欧州経済	25 年第 4 四半期ユーロ圏賃金動向
339	2026/2/26	半導体, 米国株	エヌビディアの決算 FY2026 4Q
340	2026/3/2	日本株	日本株需給(2 月 16 日～2 月 20 日)
341	2026/3/2	日本株	日本株 2026 年 2 月レビューと 3 月見通し
342	2026/3/4	欧州経済	26 年 2 月ユーロ圏物価動向
343	2026/3/4	日本株	10-12 月期決算集計と日本株ストラテジー～日経平均株価は 26 年末に 63,000 円へ
344	2026/3/6	日本株	中東情勢の悪化と日本株への影響
345	2026/3/6	日本株	日本株需給(2 月 24 日～2 月 27 日)と Weekly データ集
346	2026/3/13	日本株	日本株需給(3 月 2 日～3 月 6 日)と Weekly データ集
347	2026/3/16	半導体, 米国株	2026 年 3 月半導体市場及びハイテク株動向
348	2026/3/19	米国経済	2026 年 3 月 FOMC とマーケット環境の整理

◎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。