経済・金融フラッシュ

ECB政策理事会
－見通しに大きな変更なく、連続利下げを決定

経済研究部　主任研究員　高山　武士
TEL:03-3512-1818　E-mail: takayama@nli-research.co.jp

1. 結果の概要:4会合連続利下げ

1月30日、欧州中央銀行（ＥＣＢ：European Central Bank）は政策理事会を開催し、金融政策について決定した。概要は以下の通り。

【金融政策決定内容】
・政策金利の引き下げを決定（預金ファシリティ金利で0.25%ポイントの引き下げ）
【記者会見での発言（趣旨）】
・多くの基調的なインフレ指標は中期目標への持続的な回帰に沿って進展している
・今回の決定は全会一致だった
・0.50%ポイントの議論はまったくなかった
・中立金利の議論は完全に時期尚早である
・我々は会合毎にデータに基づいて決定しており、特定のペースを確約していない
・関税政策の影響は世界全体に課される様々な関税率、貿易経路の変更、報復の有無などに依存し複雑である

2. 金融政策の評価:中立金利の議論は依然として時期尚早

ＥＣＢは今回の会合で、ディスインフレ過程が順調に進んでいる（on track）との前回の評価を維持しつつ、市場予想通りとなる預金ファシリティ金利の0.25%ポイントの引き下げを決定した。今年6月に利下げを開始して以降、5回目の利下げ（9月以降は4回連続での利下げ）となった。また、景気やインフレ率、リスクに関する評価も、概ね前回12月の見通しの評価から変更がなかった。

記者会見では今後の利下げペースや中立金利、関税などの影響を含む経済見通しに関する質問が目立った。

ラガルド総裁は、現在は明らかに制限的な領域にいることから、方向性としては利下げであるが、データに依存して会合毎に決定を行うという従来通りの姿勢を維持、特定のペースは確約しないとを改めて回答している。なお、中立金利の議論については依然として時期尚早と言及する一方で、2月に新しいスタッフ推計が公表されるとの情報を提供した（ラガルド総裁はダボス会議で中立金利のレンジを1.75%から2.25%と言及したと報じられており、これと整合的な内容となると見られる）。また、経済停滞を懸念した0.50%ポイントの利下げは議論されず、経済は回復局面にある

| Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

とする一方で、サービスインフレの鈍化が見られていないことに対する質問に、粘着性の要因である賃金上昇率について、多くのデータが 25 年中の低下を裏付けていると回答するなど、ハト派的でもタカ派的でもない中立的な内容という印象だった。

なお、関税政策などの不確実性については、織り込むべき情報は次回 3 月会合で公表されるのスタッフ見通しに反映されるものの、すべてが反映できるわけではなく引き続き不確実性は残らざるを得ない点も指摘している。

今後については、中立金利までまだ一定の距離があるなか、景気回復局面が継続し賃金上昇圧力も緩和するなど見通し通りに推移すれば、次回 3 月の利下げを阻む障害は大きくないと見られる。一方で、中立金利に近づいた後の 4 月以降の利下げペースについては情報が限られており、当面の注目点となるだろう。

3. 声明の概要（金融政策の方針）

今回の政策理事会で発表された声明は以下の通り。

- 理事会は、更新されたインフレ見通し、基調的なインフレ動向、金融政策の伝達の強さの評価に基づいて、本日、特に理事会が金融政策姿勢の操作に用いる預金ファシリティ金利など 3 つの主要政策金利を 0.25%ポイント引き下げることを決定した

- ディスインフレ過程は順調に進んでいる（on track）
  - ✓ インフレ率は総じて見通しに沿って進展しており、理事会の中期的な 2%目標に今年にかけて戻ると見られる
  - ✓ 基調的なインフレ指標のほとんどが、インフレ率が目標前後に持続的に落ち着くことを示唆している
  - ✓ 域内インフレ率は依然として高く、特定部門の賃金や物価が過去のインフレ高騰に対して遅れて調整を続けていることが主因である
  - ✓ しかし、賃金上昇率は予想通り鈍化しており、利益は部分的にインフレ率への影響を緩和している

- 理事会の最近の利下げは、企業や家計に対する新規貸出費用を段階的に低下させている
  - ✓ 同時に、過去の利上げが信用残高に依然として影響し、満期が到来した貸出が高い利率で借り換えられているため、金融調達環境は引き続き制限的である
  - ✓ 経済は依然として逆風に直面しているが、実質所得の上昇と段階的に解消される制限的な金融政策の効果により、時間が経過するにつれて需要回復が支えられるだろう

- 理事会は、確実にインフレ率を中期的な 2%目標で持続的に安定させると決意している（変更なし）
  - ✓ 理事会は適切な金融政策姿勢を決定するために引き続きデータ依存で、会合毎のアプローチを行う

| Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

- ✓ 特に金利の決定は経済・金融データに照らしたインフレ見通し、基調的インフレ率の動向、金融政策の伝達の強さへの評価に基づいて行う
- ✓ 理事会は、特定の金利経路を事前に確約しない

（政策金利、フォワードガイダンス）

- ➢ 理事会は3つの主要政策金利を0.25%ポイント引き下げることを決定した（金利の引き下げを決定）
  - ✓ 預金ファシリティ金利：2.75%
  - ✓ 主要リファイナンスオペ（ＭＲＯ）金利：2.90%
  - ✓ 限界貸出ファシリティ金利：3.10%
  - ✓ 25年2月5日から実施

（資産購入プログラム：ＡＰＰ、パンデミック緊急資産購入プログラム：ＰＥＰＰ）

- ➢ ＡＰＰの元本償還分の再投資（内容の変更なし）
  - ✓ ＡＰＰ残高は償還分を再投資しておらず、秩序だった予測可能なペース（measured and predictable pace）で削減している

- ➢ （ＰＥＰＰ元本償還分の再投資については、終了のため記載を削除）

（資金供給オペ）

- ➢ 流動性供給策の監視（現状認識の更新）
  - ✓ 銀行は24年12月18日に貸出条件付長期資金供給オペで、残った借入の返済を行い、これによりバランスシートの正常化過程の当該部分が終了した

（その他）

- ➢ 金融政策のスタンスとＴＰＩについて（変更なし）
  - ✓ インフレが2%の中期目標で持続的に安定し、金融政策の円滑な伝達機能が維持されるよう、すべての手段を調整する準備がある
  - ✓ 加えて、伝達保護措置（ＴＰＩ）は、ユーロ圏加盟国に対する金融政策伝達への深刻な脅威となる不当で（unwarranted）、無秩序な（disorderly）市場変動に対抗するために利用可能であり、理事会の物価安定責務の達成をより効果的にするだろう

4. 記者会見の概要

政策理事会後の記者会見における主な内容は以下の通り。

（冒頭説明）

- ➢ （声明文冒頭に記載の政策姿勢への言及）

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

➢ 経済とインフレ率の状況をどう見ているかの詳細と金融・通貨環境への評価について述べたい

（経済活動）

➢ 経済はユーロスタットの速報値によれば 10-12 月期に停滞した
  ✓ 短期的には引き続き弱さが続くと見られる
  ✓ サーベイ指標は製造業が引き続き縮小し、サービス業が拡大していることを示唆している
  ✓ 消費者景況感は脆弱で、家計は実質所得の上昇から大きく支出を増やす十分な自身を得ていない

➢ それにもかかわらず、回復の条件は整っている
  ✓ 労働市場はここ最近軟化を続けているものの、引き続き強靭で失業率は 12 月に 6.3%の低さにとどまっている
  ✓ 強固な労働市場と高い所得は消費者信頼感を強め、支出増につながるだろう
  ✓ より利用しやすい信用もまた時間がたつにつれて消費や投資の活性化につながるだろう
  ✓ 貿易摩擦が激化しなければ、世界的な需要の改善に伴い、輸出も回復を支えるだろう

➢ 財政政策、構造政策は我々の経済をより生産的、競争的、強靭化させるよう実施されるべきである
  ✓ 我々は欧州委員会の具体的な行動計画である競争力コンパスを歓迎する
  ✓ マリオ・ドラギ氏の欧州の競争力強化のための提案と、エンリコ・レッタ氏の単一市場強化の提案を、さらに具体的かつ野心的な構造政策を伴う形で迅速に追求することが肝要である
  ✓ 政府はＥＵの修正された経済統治枠組み（economic governance framework）のもと、自身の確約を完全に遅延なく実行すべきである
  ✓ これにより、成長促進の改革と投資を優先させつつ、政府の財政赤字と債務比率を持続的な基準に引き下げる助けになるだろう

（インフレ）

➢ インフレ率は 12 月に前年比 2.4%となり、11 月の 2.2%から上昇した
  ✓ 過去 2 か月と同様、この上昇は予想されていたもので、主にエネルギー価格の過去の急激な減少が計算から外れたことを反映している
  ✓ 12 月の前月比上昇率と合わせて、エネルギー価格は前年比で 4 か月連続の減少となった後、若干の上昇に転じた
  ✓ 食料インフレは 2.6%に、財インフレは 0.5%にやや低下した
  ✓ サービスインフレは 4.0%にやや上昇した

➢ 多くの基調的なインフレ指標は我々の中期目標への持続的な回帰に沿った進展をしている
  ✓ 域内インフレは、サービスインフレと近い動きをしており、賃金と一部のサービス物価が

過去のインフレ高騰に対して大幅に遅れて依然として調整を続けているため、高止まりしている

- ✓ 同時に最近の兆候では、引き続き賃金上昇圧力が緩和していること、利益が緩衝の役割を果たしていることが示されている

- ➢ 我々はインフレ率が短期的には現在の水準前後で推移すると見ている
  - ✓ その後、インフレ率は中期的な 2%目標付近で持続的に落ち着くだろう
  - ✓ 労働コスト圧力の緩和と過去の金融引き締めの消費者物価への影響が継続していることが、この過程を助けている
  - ✓ 市場ベースのブレイクイーブンインフレ指標（inflation compensation）は、この秋に大幅に低下に転じたことが確認されたが、多くの長期的なインフレ期待は 2%付近で推移している

（リスク評価）

- ➢ 成長率に対するリスクは引き続き下方に傾いている
  - ✓ 世界貿易の摩擦拡大はユーロ圏の輸出停滞や世界経済の弱さにより成長率の重しになる可能性がある
  - ✓ 信頼感の低さによって、消費や投資が予想通りの速度で回復しない可能性がある
  - ✓ これは地政学的リスク、例えばロシアの正当化されないウクライナとの戦争や、中東での悲劇的な紛争によって増幅される可能性があり、エネルギー供給の混乱や世界貿易のさらなる重しになりうる
  - ✓ 金融政策引き締めの効果がラグをもって予想以上に長く続けば成長率が低下する可能性がある
  - ✓ 資金調達環境の緩和やインフレ率の低下が域内の消費や投資回復を加速させれば、成長率が高まる可能性がある

- ➢ インフレ率は賃金や利益が予想以上に上昇すれば、上振れする可能性がある
  - ✓ インフレ率の上方リスクはまた、特に中東における地政学的緊張の高まりがエネルギー価格や運送費用を短期的に上昇させ、世界貿易を混乱させることが含まれる
  - ✓ 加えて、異常気象や気候変動危機の展開が、食料品価格を予想以上に上昇させる可能性もある
  - ✓ 対照的に、インフレ率は信頼感の低さや地政学的な事件によって消費や投資が予想通りの速さで回復しない、金融政策が予想以上に需要を低下させる、もしくは、予想外に世界経済が悪化することで低下する可能性がある
  - ✓ 世界的な貿易摩擦の高まりはユーロ圏のインフレ見通しをより不透明にするだろう

（金融・通貨環境）

- ➢ ユーロ圏の市場金利は、12 月会合以降に上昇しており、部分的には世界金融市場の金利上昇を

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

反映している

- ✓ 資金調達環境は引き続き制限的だが、我々の利下げは企業や家計の借入コストを段階的に低下させている

➢ 企業向けの新規貸出平均金利は 11 月に 4.5%となり、市場での負債発行コストは 3.6%で維持されている

- ✓ 新規住宅ローンの平均金利は 3.5%にわずかに低下した

➢ 銀行の企業向け貸出は 11 月の 1.0%から 12 月には 1.5%に上昇した

- ✓ 企業による負債性証券発行は前年比 3.2%で落ち着いている
- ✓ 住宅ローンは引き続き緩やかに上昇しているが、全体としては低調で、前年比 1.1%の伸びとなった

➢ 最新の均衡貸出調査で示されているように、企業向け貸出基準は 4 四半期の安定ののち、24 年 10-12 月期には再び厳格化した

- ✓ 再厳格化は主に銀行が顧客の直面するリスクを懸念し、自らがリスクを負う意欲を低下させたためである
- ✓ 企業の借入需要は 10-12 月期にやや増加したが、総じて弱いままである
- ✓ 住宅ローン向けの貸出基準は 3 四半期の緩和の後、概ね不変となる一方、住宅ローン需要は主に金利の魅力度が高まったことで大きく伸びた

（結論）

➢ （声明文冒頭に記載の決定に再言及）

（質疑応答（趣旨））

➢ 今後向かう先はどこか。今後の方向性に自信はあるか。シュナーベル委員は金利がどこまで下げられるか議論する地点に近づいていると述べている。本日は議論をはじめたか。また、この点についての見解はあるか

- ✓ 今回は全会一致の決定で、決定が適切かどうかの議論はなかった
- ✓ 金融政策声明文で明確に我々が制限的な点にいることを述べており、現時点では停止すべき点に関する事項は時期尚早であり、議論していない
- ✓ 我々の向かう先は把握している
- ✓ どのようなペースで、どれだけ連続して、どのような規模で行うかは、今後数週間、数か月の間に収集するデータをスタッフによる分析を通じて決定される
- ✓ 3 月にはスタッフによる経済情勢を踏まえた見通しも公表される

➢ 中立金利について。ダボス会議での発言では中立金利の推計レンジが政策理事会での会見時のものと変わっていた。なぜ推計値を変えたのか。なぜ中央値を低下させたのか。もし変更に重

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

要な意味があるのであれば、それは何か

- ✓ 自然利子率については、2 月 7 日にスタッフによる改定推計値が公表されるのでそれを見て欲しい
- ✓ これは我々が議論したものではなく、また、これはレンジであり、指針や目的地を示すものではない

➢ 経済見通しについて。あなたは経済回復に輸出がプラスの寄与をすると見られると述べた。しかし、世界には不確実性があり、中国の減速やトランプ政権を前提とした場合、どの程度現実的といえるのか

- ✓ 潜在的なリスクとして貿易に伴う不確実性は分析されている
- ✓ （通商政策に関する）噂や声明、仮定はあるものの、明確で具体的でスタッフの分析に織り込めるものはない
- ✓ 我々は細心の数値や統合された情報を注意深く見ていき、スタッフはそれらを勘案して 3 月の見通し作成をすることになる
- ✓ ただし、3 月までに十分な確証を得られるかは分からない
- ✓ 我々は依然として不確定要素に悩まされることになると考えられる

➢ 経済状況が暗く、ディスインフレ傾向にあり、制限的な金融政策姿勢のなか、どうして 0.50%ポイントの引き下げの議論をしなかったのか

- ✓ （明確な回答なし）
- ✓ 0.50%ポイントの議論はまったくなかった

➢ インフレについて。2%目標の達成は賃金上昇率とサービスインフレが大幅に鈍化するという期待に基づいている。これらはまだ実現していない。サービスインフレは 4%付近にある。3 月以降も利下げを継続する際には、サービスインフレの鈍化という証拠はどの時点で必要になるか

- ✓ ヘッドラインインフレ率は 25 年中に中期的な 2%目標に持続的に到達すると確信している
- ✓ 財インフレが 0.5%ポイントまで低下している際にサービスインフレが 2%になると明らかに下振れするのでそこまでを期待はしていない
- ✓ 現在、我々の把握している指標はすべて低下しており、25 年の賃金上昇低下への自信を裏付けるものとなっている

➢ 昨日、あなたのチェコのカウンターパートは彼の組織がビットコインを外貨準備に含めるかの評価を行うと述べ、トランプ米大統領はビットコインの国家戦略準備の考えを支持している。これらの考えについてどう思うか。ＥＣＢも検討しているのか

- ✓ 政策理事会（Governing Council）にも、おそらく一般理事会（General Council）にも外貨準備は流動的（liquid）で、障害に強く（secure）で、安全（safe）で、マネーロンダ

リングやその他の犯罪活動の疑義に悩まされるべきではない、という見解があると考えている

- ✓ 結果として、ビットコインは一般理事会のどの中央銀行の外貨準備にも導入されることはないと確信している

➢ ＦＲＢが利下げを停止している間に利下げを続けることは快適（comfortable）なことか。どのような影響が予想されるか

- ✓ 我々は目標達成が唯一の快適なことである
- ✓ 我々は中期的に 2%という持続的なインフレ率を望んでおり、目標達成に必要なことはすべて行うつもりである

➢ もし関税が課された場合について、金融政策は即時に調整するのか、それとも経済活動への影響が生じるまで待つ必要があるのか

- ✓ 政策決定、数値、範囲、特定品目（custom line items）など現時点で何が検討されている正確に把握できるものはない
- ✓ 関税が課されれば、当然、我々の評価やスタッフによるマクロ経済分析の対象となる
- ✓ しかし、世界全体に課される様々な関税率、貿易経路の変更、報復の有無などに依存し、「インフレかデフレか」「こちらかあちらか」といったものよりはるかに複雑である

➢ 声明文で逆風について言及していたが、今朝ＧＤＰが公表された。特にフランスとドイツで予想を下回った。回復は遅れており、この停滞から抜け出すにはどの程度の時間がかかるのか

- ✓ いまも回復していることをまず念頭に置かなければならない
- ✓ 23 年の非常に低い成長率から 24 年には、成長率がほぼ倍増した
- ✓ 潜在成長率には達していないが、確実に回復している
- ✓ 雇用市場と実質所得の増加を考慮すれば、消費が上向き、予想される回復過程を支え続けるだろうと信じるには十分な理由となる
- ✓ 我々はスタグフレーションについて話したことはない

➢ 以前、特に国債の売りやＥＵと米国の経済格差によって、12 月以降に長期金利が大幅に上昇していることに言及していた。利回り上昇は懸念事項か、またこの状況をどのように評価しているか

- ✓ 長期金利は主に米国で上昇しているが、世界中に波及しており、ユーロ圏でもそうした波及から免れていない
- ✓ しかし、我々の金融政策のからのかなり大きな伝達は止められない
- ✓ 企業向けの金利や家計の住宅ローン向けの金利低下を見ると、経済に実際に伝達されている

➢ 自然利子率に関する議論について。ＥＣＢはそこに到達したと、どのように決定するのか、見

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

解を教えて欲しい。概念的にスタッフ推計の中央値を使うだけなのか、すでに議論されているのか。また、その水準に近づいた時にはＥＣＢの反応関数は変更されるべきなのか。金融政策が実際にどのように機能しているか見極めるために、よりゆっくりと時間をかけて行動するべきなのか

- ✓ 現実をあるがままに見たい。我々は制限的な領域におり、我々は中立金利にはいない
- ✓ これ（中立金利）は完全に時期尚早の議論である
- ✓ そこに近づけば、我々はスタッフの調査論文（research paper）、スタッフによる分析に基づいて金融政策を運営する、そしてそれは我々がどの程度そこに近づいており、どのような金融政策をすべきなのかを決定する助けになるだろう
- ✓ もし、経済を刺激するために中立金利を下回るべきかを質問しているのであれば、それは答えられない
- ✓ 我々は会合毎にデータに基づいて決定しており、特定のペースを確約していない
- ✓ 中立金利という概念的原理にいつ到達するのかは、我々が受け取るデータ次第である

➢ 火曜日の晩、記憶違いでなければ、初めて夕食にゲストが参加した。フォンデアライエン委員長とどのような会話を交わし、理事会の審議に反映させたのか教えて欲しい

- ✓ 「総裁夕食会」に参加したのは彼女が初めてではなく、ユーログループのドナフー議長も参加したことがあり、他の欧州各地からのゲストと繰り返そうと全ての総裁が感じるような非常に豊かな経験であった
- ✓ 我々は彼女の発言や言及から欧州委員会が焦点をあてている競争力、簡素化、柔軟性を有した目標達成へのアプローチについて、より理解する機会となった

➢ ＦＲＢがＮＧＦＳ（気候変動リスクに係る金融当局ネットワーク）を脱退したことについて。時期は微妙で、トランプ大統領が就任する数日前のことだった。この脱退について重要性や時期の点で驚きとなったか。予想していたことか。中央銀行の世界的な協力関係にとってどのような意味があるのか

- ✓ ＮＧＦＳは世界中に 150 以上のメンバーがおり、我々もＮＧＦＳのメンバーである
- ✓ 我々は実際に、ＮＧＦＳや多くのメンバーで利用されているシナリオを提供している
- ✓ 多国間における注釈（notes）の比較、シナリオの比較、リスクの比較、政策の比較に我々は大きな価値を見出している
- ✓ 今の時代、これらの問題を議論、分析できる多国間の場を持つことは大きな価値だと考えている

➢ 言及された実質所得の上昇について。この過程はコロナ禍前と比較してどの程度進んでいるのか

- ✓ 多くの加盟国ではコロナ禍前の水準に完全に追いついた
- ✓ パンデミック前の水準と異なるのは貯蓄率であり、貯蓄率は上昇している

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

- ブルガリアについて。ブルガリアは特別収れん報告書（extraordinary convergence report）を求める準備をしている。この過程を緩和するための提案はあるか。特別収れん報告書はユーロ圏に加盟するための技術的な基準に焦点があたるのか、それとも６月に公表されたような政策や立法に関する包括的なアプローチとなるのか
  - ✓ ブルガリアについては収れんプロセスがかなり進んでいる
  - ✓ 我々はインフレ率の収れん以外には判断を下さず、部分的にしか関与していない
  - ✓ しかし私が目にしたものや、ブルガリア当局との議論からこのプロセスが順調に進んでいると確信している

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。