

みずほマーケット・トピック(2025 年 6 月 3 日)

ECB 政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～

6 月 5 日の ECB 政策理事会の追加利下げは当然視すべきなのか。議事要旨によれば、4 月会合での利下げは金融市場の不安定化に対する「保険」と説明されている。仮にそうであれば、現在の市場心理は大分安定しており、「保険」の必要性は小さくなっている印象。また、相互関税の公表以前では 4 月会合における利下げ停止は基本シナリオであった。4 月の▲25bp 利下げを「関税不安による金融環境が引き締まることを懸念したもの」と整理すれば、それが落ち着いた以上、6 月は現状維持となる可能性も残る。現状、域内のインフレ基調が+3%近傍で高止まりしていることやユーロ高がインフレ圧力を抑制している点も留意が必要。本稿執筆時点の金融市場では▲25bp 利下げが概ね 100%織り込まれているが、それほどの確実性があるのか疑問もある。大方の予想に反し利下げが見送られる可能性は否めず、利下げが行われたとしても、その連続性を否定する情報発信を受けてユーロ相場が騰勢を強める展開も警戒したい。

～ECB、6 月利下げは当然なのか？～

今週 5 日の ECB 政策理事会についてプレビューを行っておきたい。前回 4 月 17 日会合は相互関税公表直後の混乱冷めやらぬ中での意思決定であった。全会一致で▲25bp の利下げが決断されたものの、その後明らかになった議事要旨では 2～3 名 (a few) のメンバーが▲50bp の利下げを主張したことも明らかになっている。議事要旨では金融市場のボラティリティが高まっている中、不確実性の増大を回避できるという意味で「保険」としての利下げであるという説明が見られていたが、仮にそうであれば 4 月と現在では市場心理の安定感も大分変わっており、「保険」の必要性は小さくなっていると言えるだろう。何名か (some) のメンバーは、相互関税の公表以前では 4 月会合における利下げ停止を基本シナリオと考えていた経緯を指摘しており、短期的なインフレ圧力の高まりや (関税を受けた) 米国のインフレ高進に同調するように、ユーロ圏も同じような圧力に晒される恐れに言及している。4 月会合における▲25bp 利下げは「関税不安による金融環境が引き締まることを懸念したもの」であったと整理すれば、それが落ち着いた以上、現状維持の可能性も残るように思える。本稿執筆時点の金融市場では▲25bp 利下げが概ね 100%織り込まれているものの、筆者はそれほどの確実性があるのか疑問である。もちろん、不透明感は健在でもあるため、利下げの可能性は排除できるものではないが、後述するように、域内のインフレ基調は依然根強さもある。

例えば、議事要旨を見ても、今後の政策運営が関税動向に依存する点は認められている。具体的には関税引上げの影響が (トランプ政権の翻意などもあって) 短期に収束する場合、ラグを伴う金融政策対応は結果的に不適切となる可能性はある。この点、4 月会合後、ラガルド ECB 総裁が「インフレへの影響は現時点で明確ではないものの、その一部は 6 月の会合までに多少落ち着く。しかし、90 日が経過するのは 7 月中旬ゆえ、その頃にはより詳細な情報が得られる」といった趣旨の発言をしていたことが思い返される。5 月下旬にかけては交渉が遅々として進まない事態にストレスを抱えたトランプ政権が対 EU 関税を 6 月から 50%に引き上げたことを突如発表し、これに EU

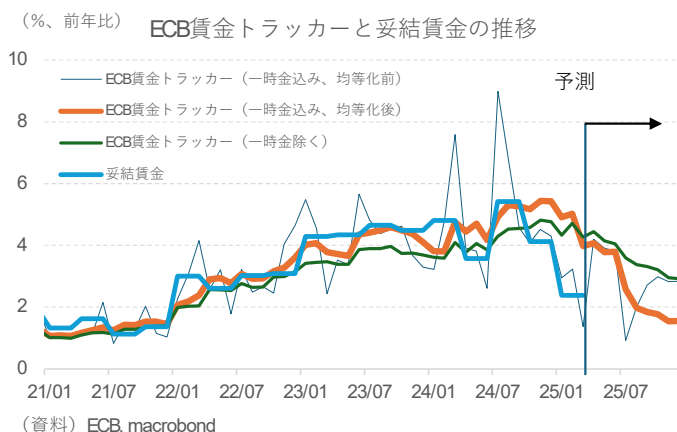
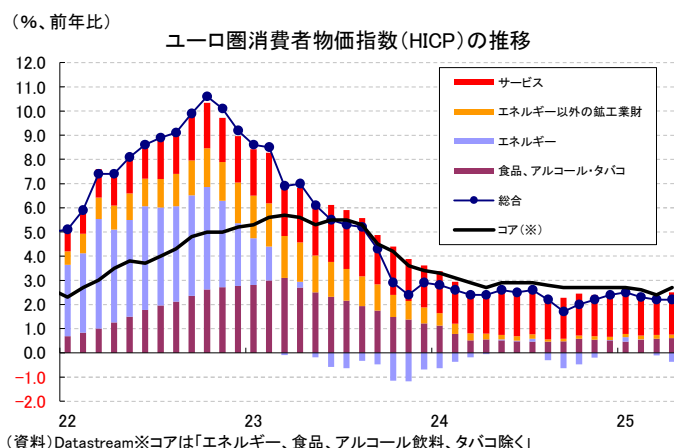
が即応することで7月9日まで事無きを得るという動きがあった。会見におけるラガルド総裁の言動や流動的な交渉状況を踏まえれば、「6月見通し改定を踏まえ7月会合でどうするかを決める」というのが最も論理的なアプローチにも思われる。

～利下げの連続性は認められるのか？～

4月会合ではユーロ相場やエネルギー価格の水準が横ばいとした場合、賃金上昇ペースの減速に伴って2025年のインフレ率が2%目標を下回る可能性も議論された。目下、欧州再軍備計画を主軸として域内の拡張財政路線が追い風を得ており、それ自体はインフレ誘発的なイベントではあるが、ECBの基本シナリオではまだインフレ押し上げ要因としては見られていない。今回改定されるスタッフ見通しがどこまで織り込まれるのかは会見で問わ

れる可能性がある。もっとも、議事要旨でも指摘はあったが、インフレ基調が依然として強いのも事実である。先週の本欄でも論じたように、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)はサービス価格が粘着性を帯びることで前年比+3%近傍から大きく下がっていない(図)。

確かに、ECBは賃金トラッカーに応じた賃金下落基調を前提とするが(図)、果たして利下げで応戦する必要があるのかどうかは別問題だろう。4月以降、ドル凋落がテーマ化する中でユーロ高がインフレ圧力を抑制する効果についても会合では議論されており、それ自体が利下げの必要性を減じている側面もありそうだ。その為替動向すらも関税政策の不確実性に依存していることを思えば、追加利下げは相互関税の決断が下る7月24日会合以降に持ち越されても不思議ではない。大方の予想に反して利下げが見送られる可能性は残るし、利下げが行われたとしても、その連続性を否定する情報発信を受けてユーロ相場が騰勢を強める展開は警戒したいところである。



国際為替部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国価格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分)
	週末版
2025年5月15日	窓のないドルアナリティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンドートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラウゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分)
	日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領は「カーブ効果」に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に広がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適応する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はするい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分)
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「プラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～