

財政政策が台頭する中、中立に向かう ECB の金融政策

本稿は、欧州チーフ・エコノミストである Katharine Neiss、および先進国市場金利チームの Matthew Nastasi が 3 月 6 日に執筆したブログ “ECB May Sense Neutral as Fiscal Finally Emerges” の内容を PGIM ジャパン株式会社が要約し邦訳したものであり、情報提供のみを目的として作成されたものです。

<要旨>

3 月の欧州中央銀行（ECB）理事会では、市場の予想通り 25bps の利下げがなされ、中銀預金金利は 2.5%となった。本稿では、今回の ECB の政策決定に関する PGIM フィクスト・インカムの見方について紹介する。

- 今回の理事会は、欧州の財政を巡って重大な変化が訪れる中での開催となった。ドラギ氏による「やれることは何でもやる」というスピーチ以来、ユーロ圏では金融政策が焦点となり財政政策は二の次となっていたが、今やその役割は逆転しつつある。
- 昨年夏以来、ECB は 150bps の利下げを実施してきたが、財政が台頭する中で ECB の利下げは概ね終了したと考えられる。ECB は、政策金利は「大幅に緩和的」であることを強調している。我々は、これを幾分タカ派的と受け止め、政策金利の予想を修正した。今後の追加利下げは今夏の 1 回と予想し、2025 年末の政策金利は 2.25%を見込む。これは、ECB による中立金利の推定値の上限と一致する。
- 今後、ますます世界経済が大きく変化する可能性が高まる中で、今後も ECB は特定の政策方針に固執することなく、政策運営は景気指標に左右されることになるだろう。

財政政策が欧州のマクロ経済見通しに与える影響

- EU とドイツは防衛とインフラ支出を年間 3,000 億ユーロ強に増加させることを提案しており、これは EU の GDP の約 2%に相当する。これはドイツと EU にとって大きな転換点であり、この展開を ECB が完全に織り込むには時期尚早であるが、欧州のマクロ経済見通しに与える影響について次の通りに考察した。
 - まず、提案された金額はマクロ経済見通しを完全に変えるものである。ラガルド総裁が記者会見で認めたように、財政支出の増加は成長を後押しするだろう。しかし、防衛支出は他の財政に比べて成長の押し上げが小さくなる傾向があり、公共インフラ計画についても「すぐに着工できる」ものはほとんどない。一方、これらの発表が景況感を高め、待望の消費と投資の増加に繋がることで成長がより迅速に押し上げられる可能性もある。
 - 次に、高水準の財政支出は、インフレの高止まりを意味する可能性がある。過去のインフレショックが依然として経済環境に影響を与えていれば尚更である。しかし、賃金上昇は明らかに鈍化の兆しがあり、インフレはほぼ終息しつつある。したがって、少なくとも今のところ、このリスクは相対的に抑制されていると言えるだろう。

- 成長率の上昇とインフレの抑制という組み合わせは、ECB の金融政策が中立的な位置に正しく着けていることを意味する。今回の財政を巡る動向によって、ECB が中立的な金融政策に向かっていることに対する確信が高まった。景気後退のリスクや景気緩和小な水準に向けた利下げの必要性はさらに後退したと考える。

市場の反応

- ECB 会合前、市場は今回の理事会も含めて、計 3 回の利下げを織り込んでいた。しかし、財政に対する姿勢が急激に変化する中、その予想は修正されている。
- ドイツ国債市場では 3 月に入り、10 年国債利回りは約 50bps 上昇した。ECB が金融政策に対する姿勢をより明確化するまでは、防衛支出を巡る動向が明らかになるにつれて、欧州の金利市場は不安定な状況が続く可能性が高い。
- しかし、こうした価格調整はファンダメンタルズを巡る報道を判定しており、秩序だった動きのように見える。ドイツ国債利回りの上昇は、他の欧州諸国の国債利回りと同様の動きとなっており、欧州の分断リスクは依然として抑制されていることを示唆している。

データの出所(特に断りのない限り) : PGIM フィクスト・インカム、2025 年 3 月 6 日現在。

留意事項

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した “ECB May Sense Neutral as Fiscal Finally Emerges” をPGIMジャパン株式会社（以下当社）が要約し邦訳したものです。PGIMフィクスト・インカムは、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIM インクの債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

本資料は情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本案内に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 392 号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ116773

4300894-20250307
