

# 信金インター/欧州金融市場セミナー

—2024年の欧州金融市場 政治見通し—

2023年12月18日

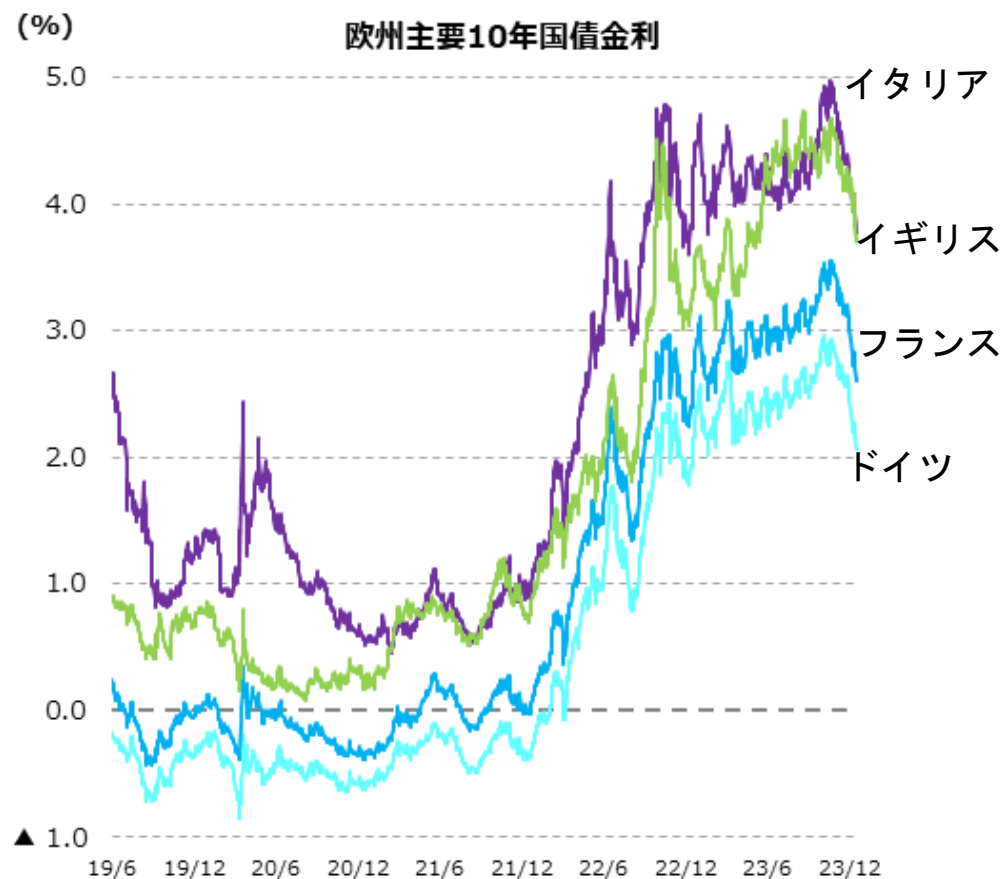
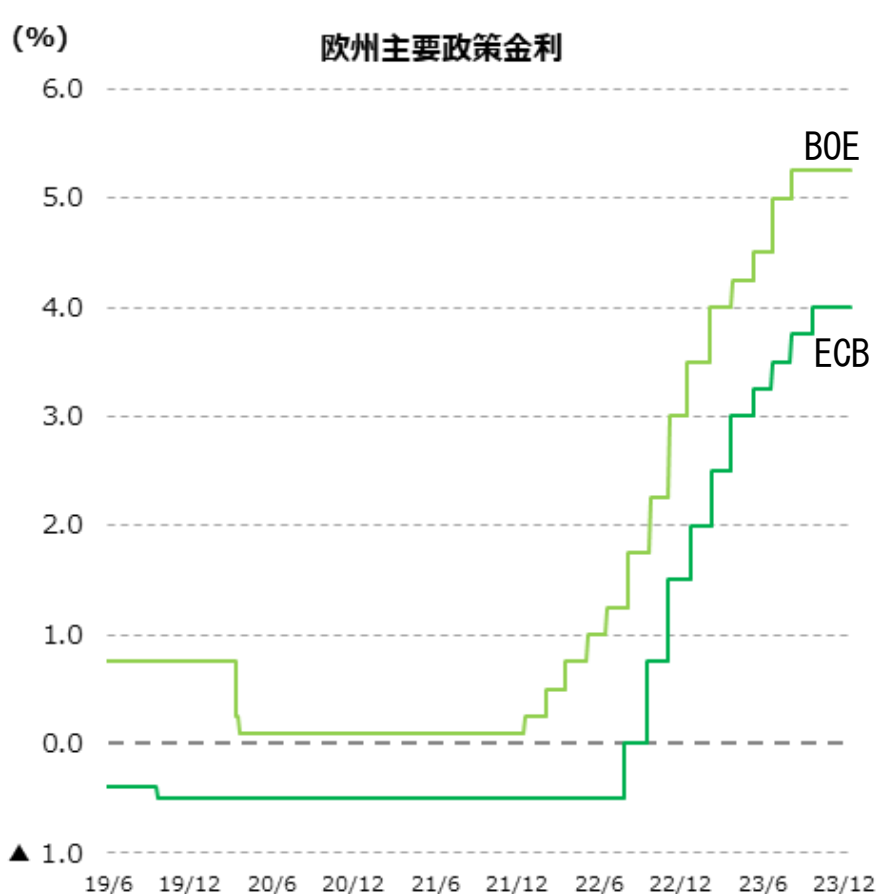


信金インターナショナル

# 債券市場



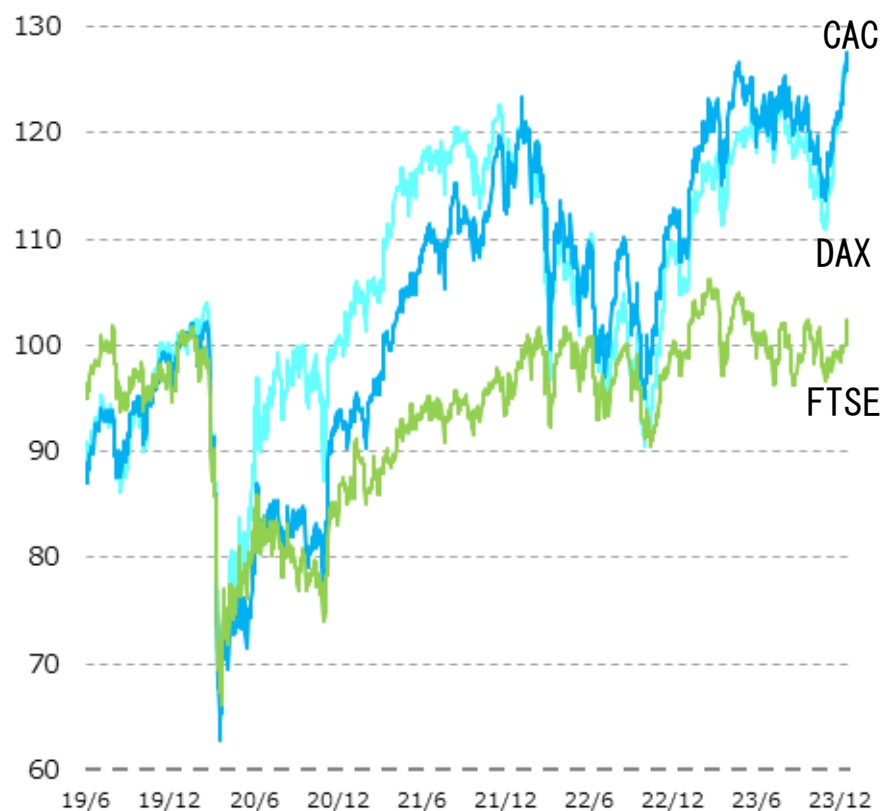
- ・インフレ率の低下を確認しつつ利下げ時期を探るステージへ
- ・来年の大幅な利下げを織込み、長期金利は低下トレンドに転換



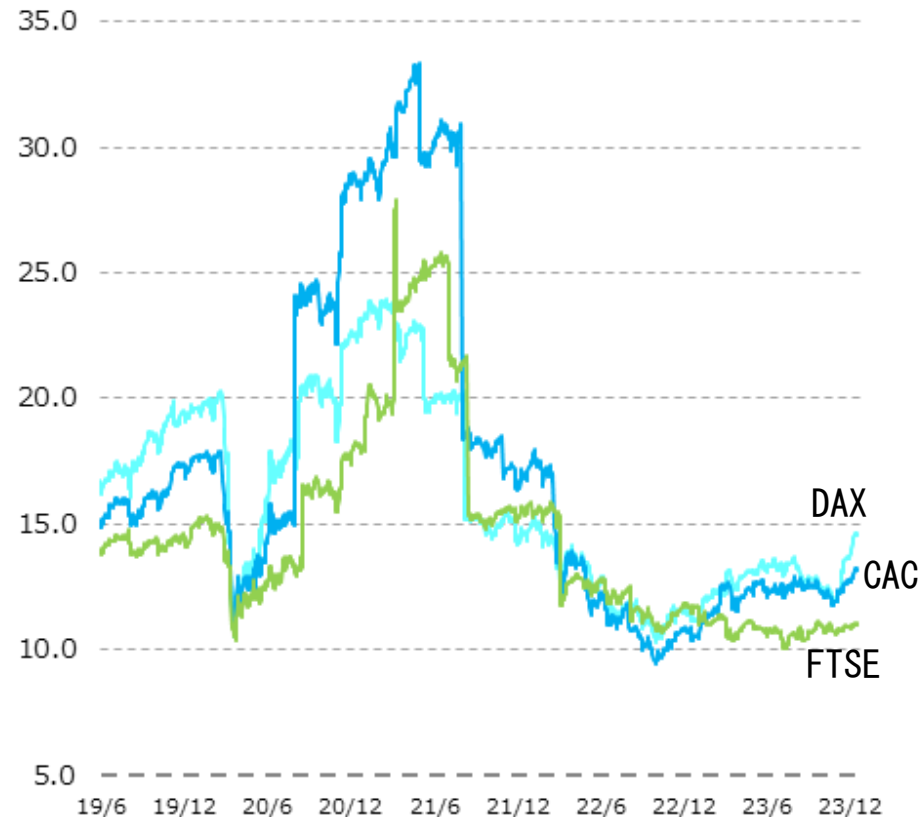


- ・ドイツ・フランスは堅調な企業業績や長期金利低下に伴い、高値更新
- ・イギリスは、ブレクジット・高インフレの影響もあり上値が重い

欧州主要株価指数 (2019年末 = 100)

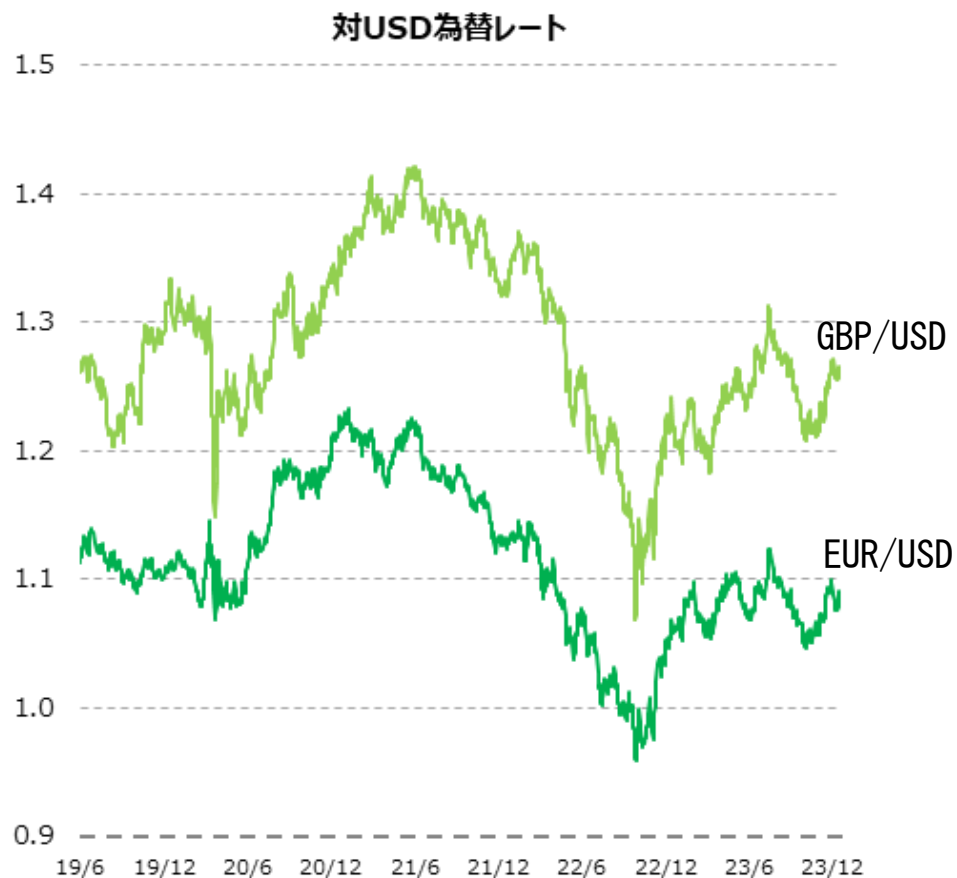
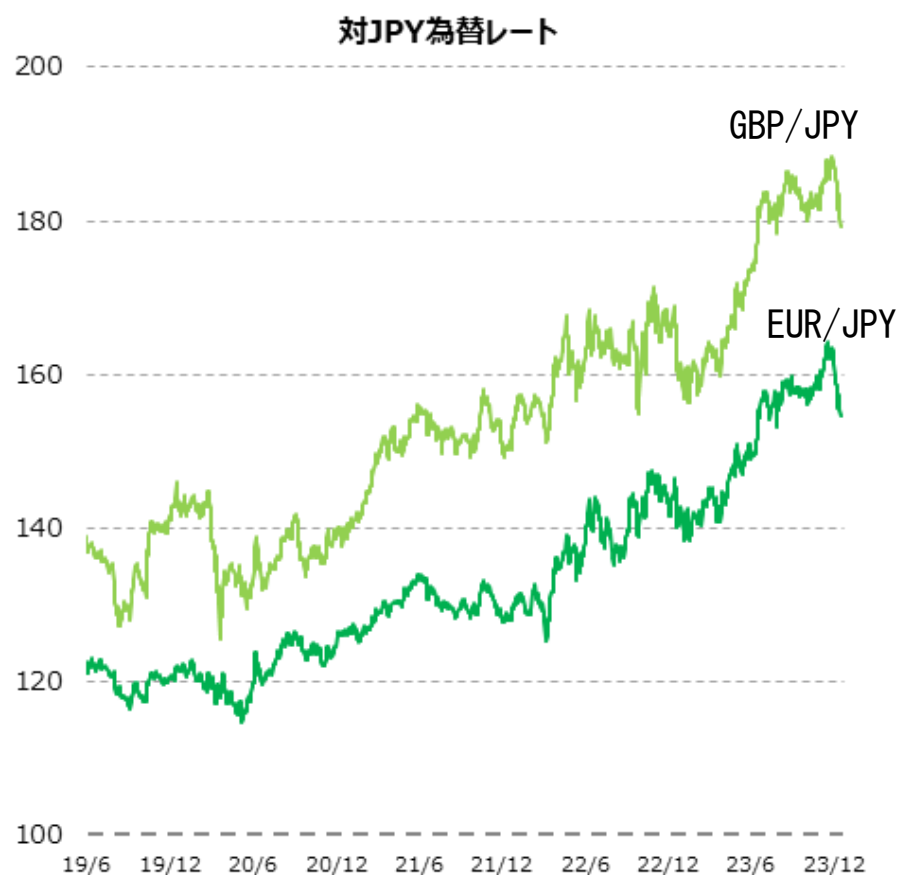


株価指数予想PER





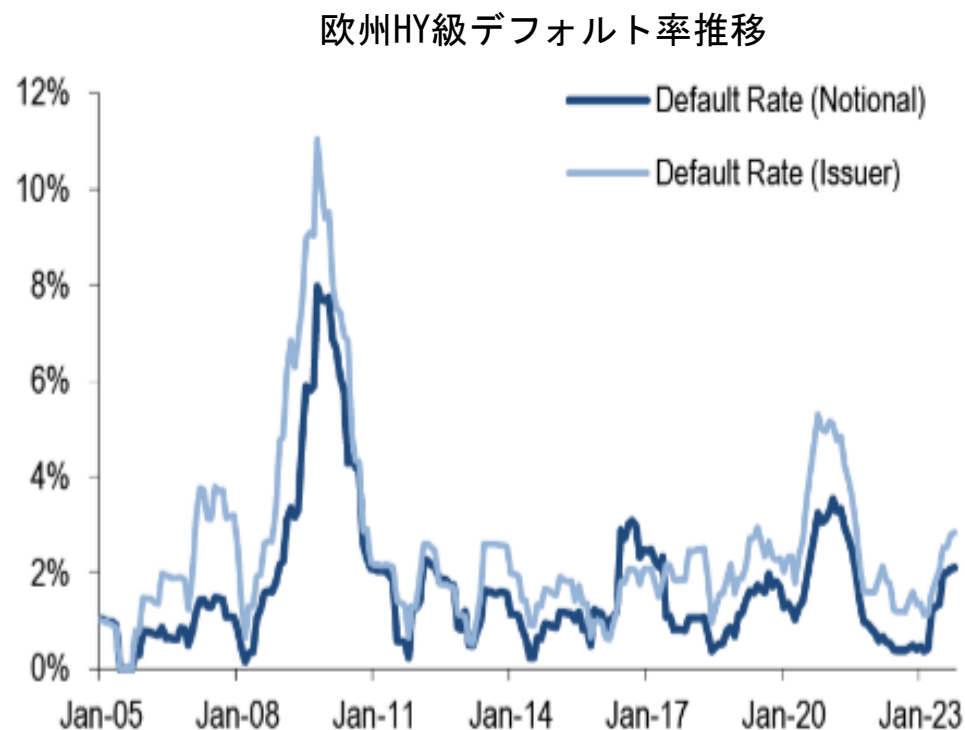
- ・ドル高の影響で欧州通貨の円安トレンドは継続
- ・対ドルでは方向感の無い展開も来年の利下げ時期によっては動意も



# クレジット市場



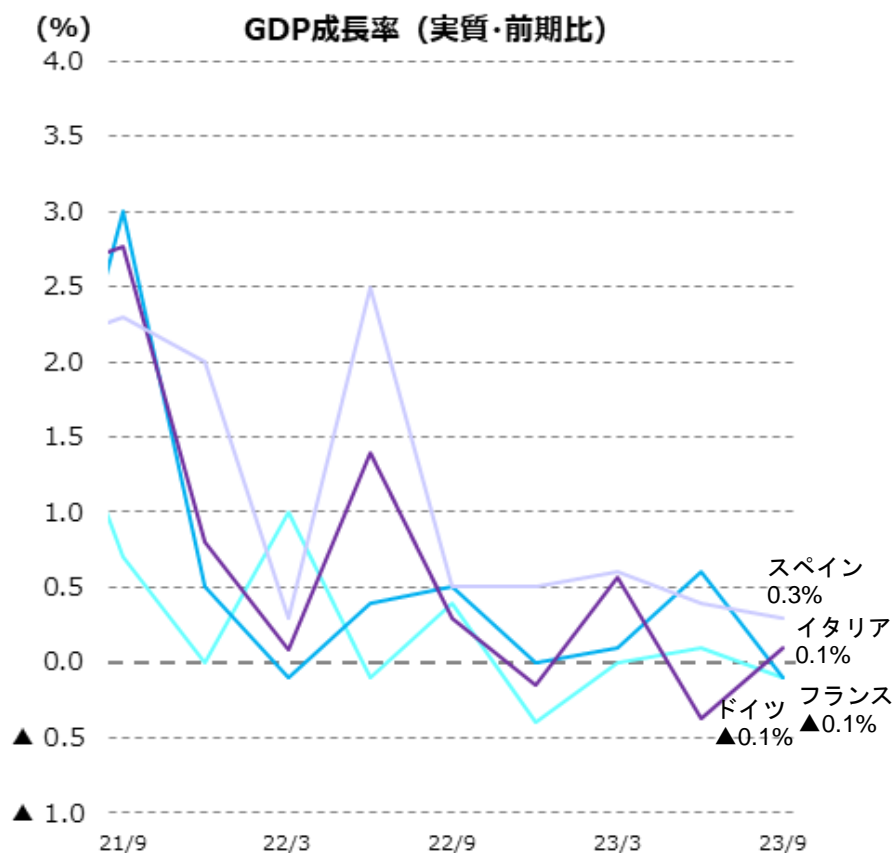
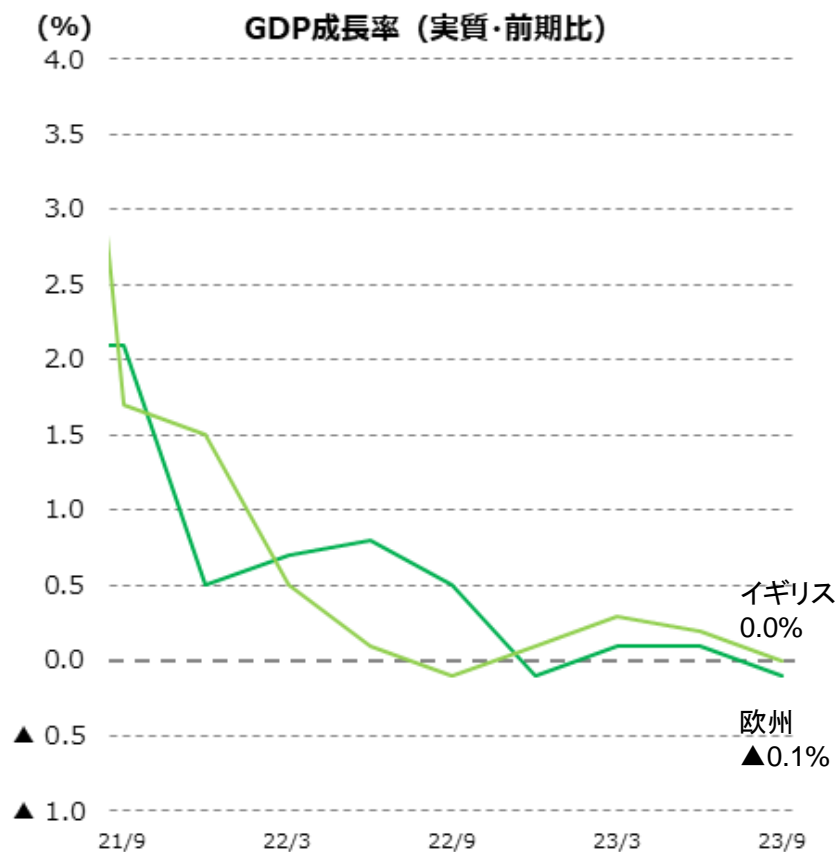
- ・ クレジットスプレッドはIG・HYとも利上げ実施前の水準近辺までタイトニング
- ・ デフォルト率はHY級で緩やかに上昇



# 景気動向



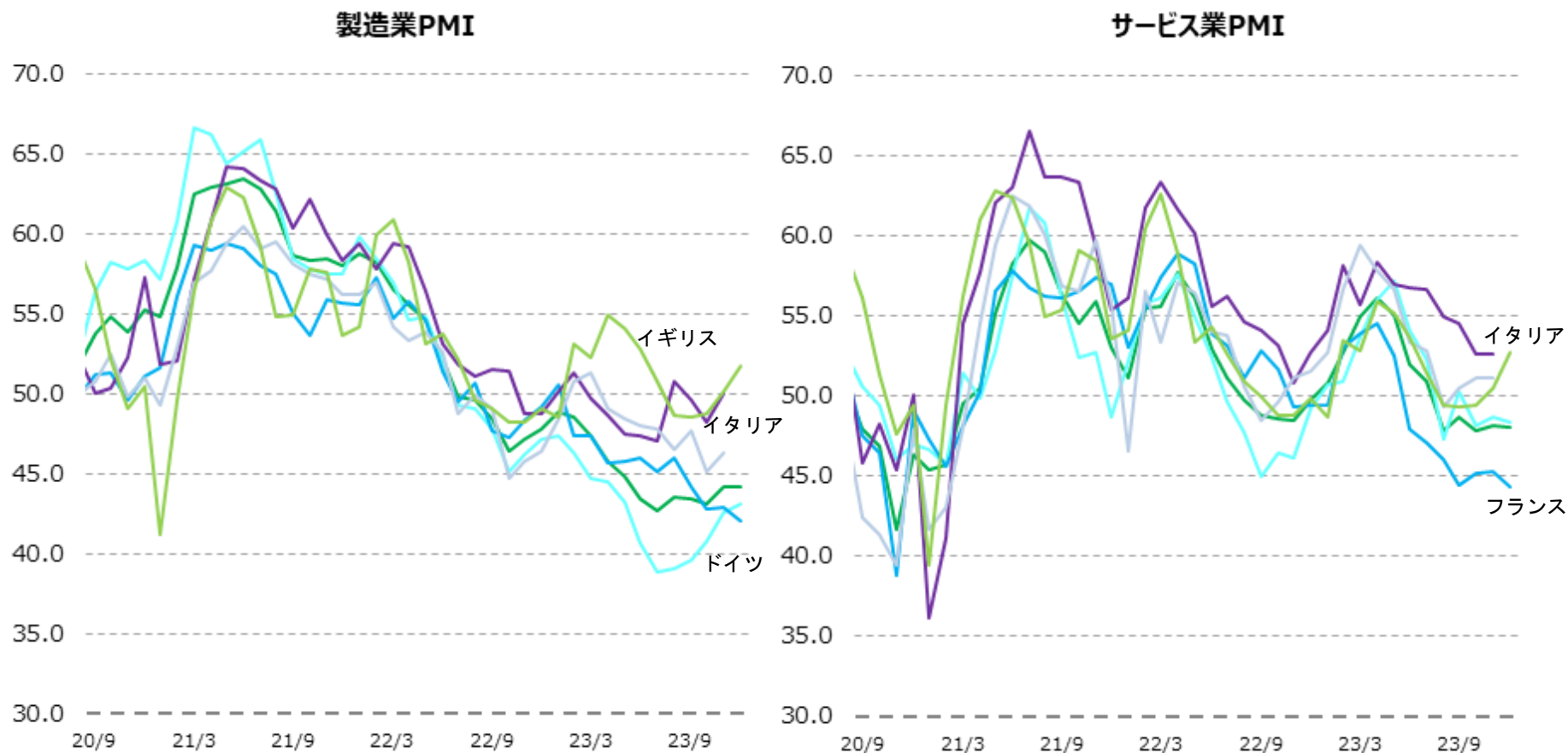
- ・ 欧州は23年3Qがマイナス成長となり、テクニカルリセッション入り目前
- ・ 英国は3Qで辛うじてマイナス成長回避も、10月に▲0.3%とマイナス成長入り



# 景気先行指標



- ・ 今年の春以降、ドイツの製造業、フランスのサービス業において急速にセンチメントが悪化し、23年4Qもマイナス成長の可能性



# 現地の景況感



- ・ 各種イベントは引き続き盛況
- ・ 欧州経済の景気後退懸念は根強いものの、現地で深刻な不況感は限定的



英 4万人が来訪して盛況のうちに閉幕した、日本文化紹介イベント（ジャパン祭り）

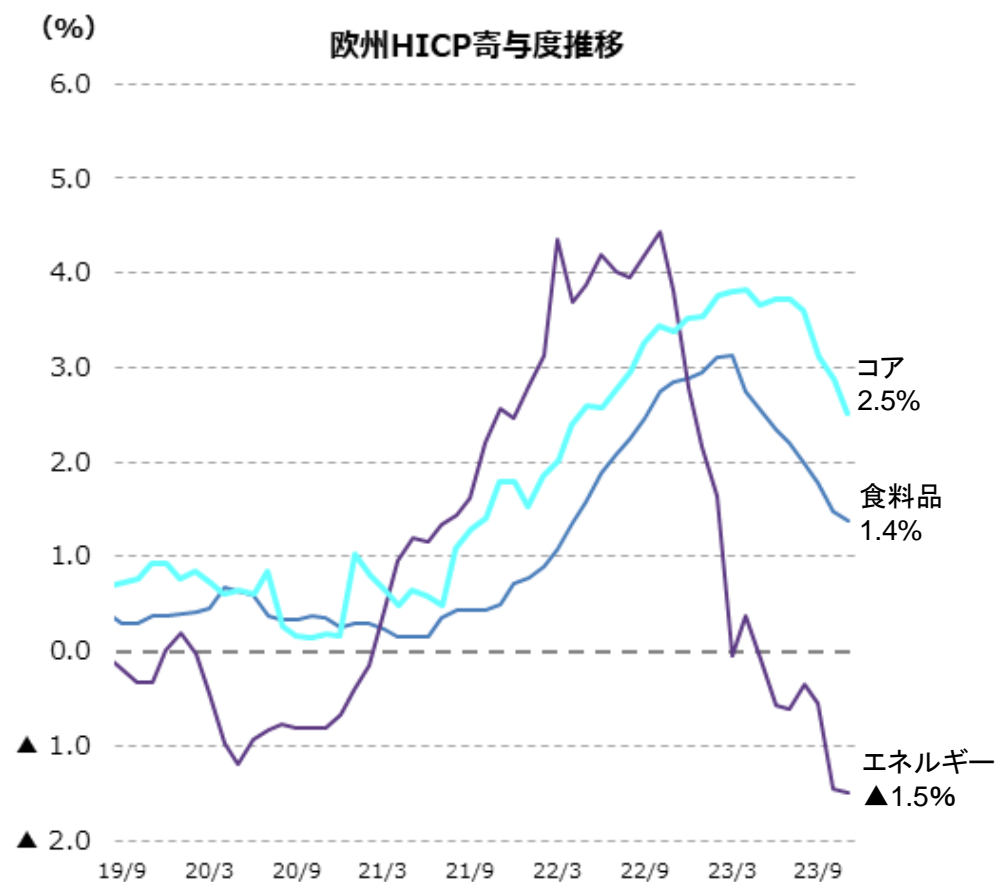
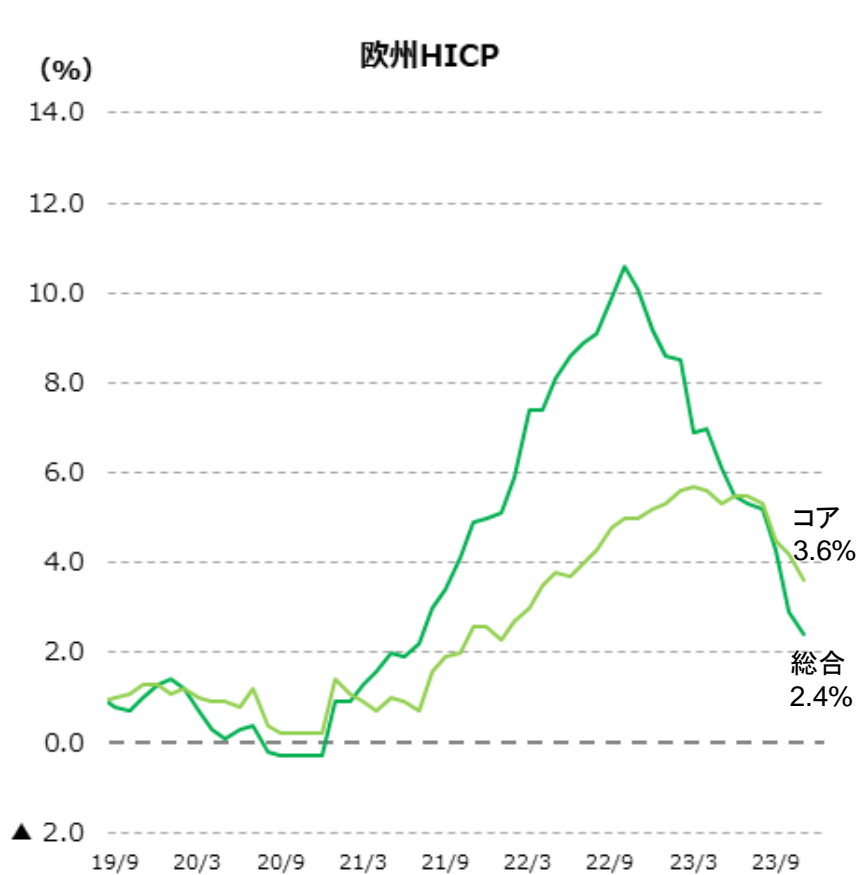


仏 多くの人で賑わうクリスマスマーケットの会場

# インフレ率



- ・インフレ率は、エネルギーの下落を背景に昨夏をピークに下落トレンドに転換
- ・先月のインフレ率は、市場・ECBにとってサプライズとなる大幅低下



## 現地のインフレ体感



- ・ ブラックフライデーを皮切りに、年末商戦開幕
- ・ 例年より値引幅、実施店舗ともに目立つ印象



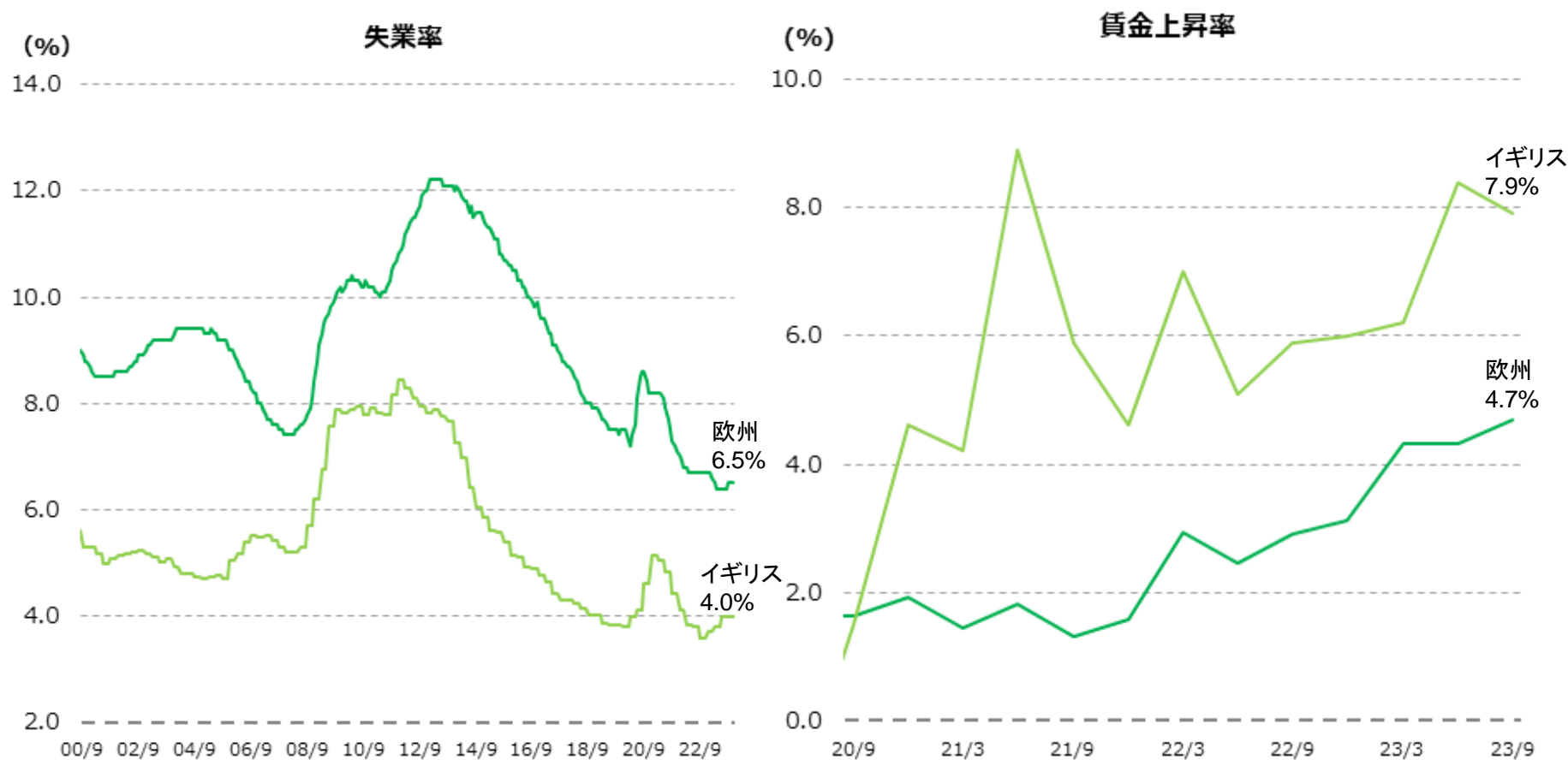
欧 11月中からはや半額セールを実施するクリスマスツリー（造木）の通販サイト



英 ブラックフライデーで、店内全品30%割引の表示（衣料品店）



- ・ 景気後退懸念があるものの、失業率は依然として歴史的低水準
- ・ ストライキの結果、賃金上昇率は右肩上がりで個人消費を下支え



## 現地の労働市場



- ・ 散発的ではあるが、引き続き賃上げを求めてストライキが欧州各国で実施
- ・ 昨年来実施されていたストライキは、10%超の賃上げで妥結するケースが多く、名目賃金上昇のドライバーに



英 12月もストライキを実施する鉄道社員

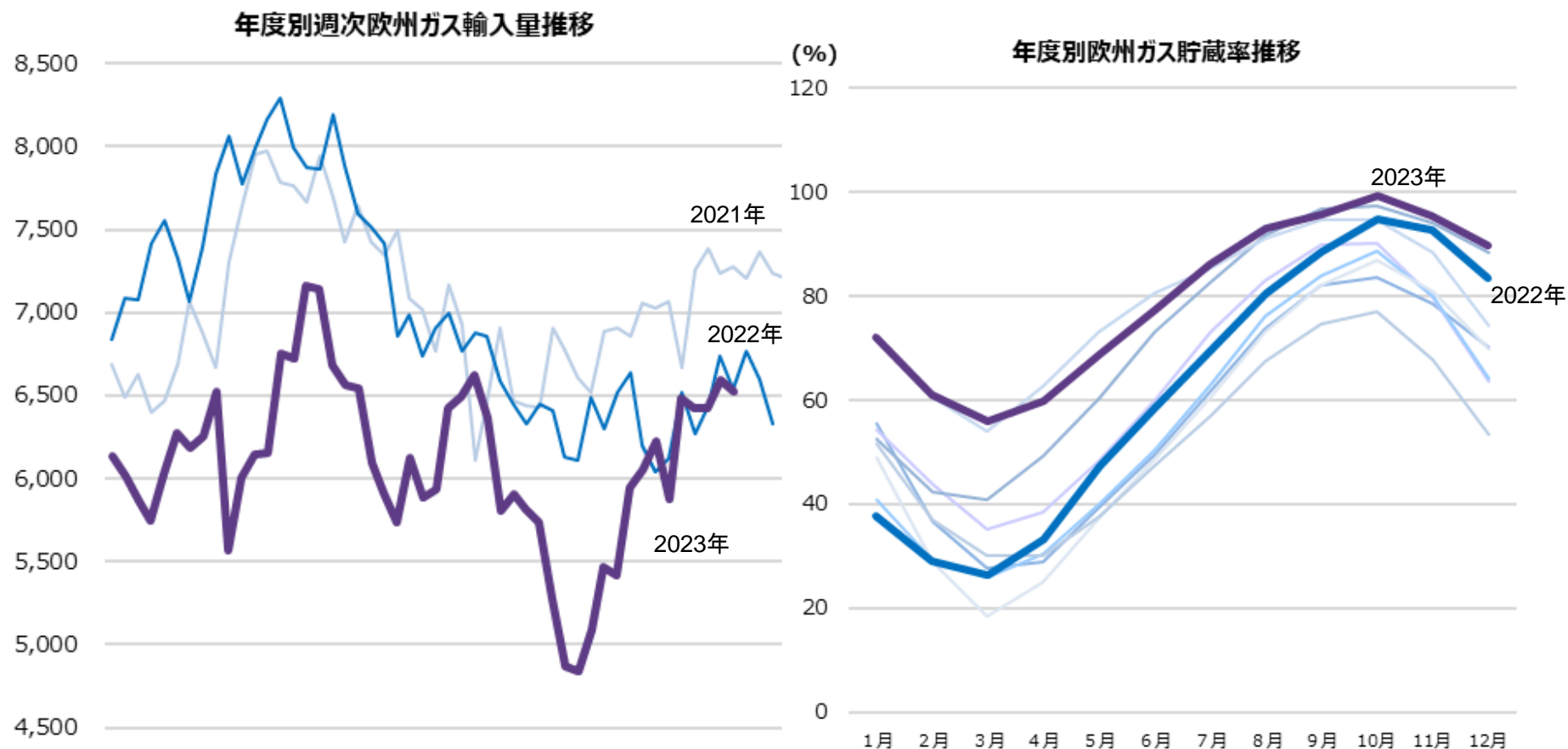


独 ストライキを実施する教員、警察官、消防士等の公務員

# エネルギー市場



- ・ 欧州のガス輸入量は、ロシア以外からの輸入や再生エネ開発、節電で減少
- ・ 中東紛争による輸入量の急激な変化も特段観察されず
- ・ ガス貯蓄率は、過去最高ペースで推移



# ユーロ圏経済見通し



- ・ 利上げ効果浸透でインフレは2024年に急速に低下、2025年には2%近傍へ
- ・ 景気後退は見込まれておらず、2024年には経済成長回復へ

インフレ	2023.12	2024.12	2025.12
ECB	5.4%	2.7%	2.1%
IMF	5.6%	3.3%	2.2%
OECD	5.5%	2.9%	2.3%
Bloomberg予想	5.7%	2.7%	2.0%

失業率	2023.12	2024.12	2025.12
ECB	6.5%	6.6%	6.5%
IMF	-	-	-
OECD	6.5%	6.6%	6.5%
Bloomberg予想	6.2%	6.3%	6.2%

コアインフレ	2023.12	2024.12	2025.12
ECB	5.0%	2.7%	2.3%
IMF	-	-	-
OECD	5.1%	3.1%	2.3%
Bloomberg予想	-	-	-

GDP成長率	2023.12	2024.12	2025.12
ECB	0.6%	0.8%	1.5%
IMF	0.7%	1.2%	1.8%
OECD	0.6%	0.9%	1.5%
Bloomberg予想	0.6%	0.7%	1.5%



金融政策ツール	実施内容
政策金利関係	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 主要リファイナンスオペ金利：4.50%</li><li>・ 限界貸出ファシリティ金利：4.75%</li><li>・ 預金ファシリティ金利：4.00%</li><li>・ 最低準備預金への付利：0.00%</li></ul>
資産購入プログラム (APP)	<ul style="list-style-type: none"><li>・ APP元本償還再投資は完全停止 (残高約30,000億EUR (2023年11月末時点))</li></ul>
パンデミック金融購入プログラム (PEPP)	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 2024年上期まで再投資を実施</li><li>・ 2024年下期から月平均75億EURの再投資額削減</li><li>・ 2024年末に再投資を完全停止 (残高約17,000億EUR (2023年11月末時点))</li></ul>
資金供給オペ (TLTRO等)	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 流動性施策の金融政策に関する影響を定期評価</li><li>・ TLTROの実施なし (残高約6,400億EUR (2023年11月末時点))</li></ul>
債券市場分断化防止措置 (TPI)	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 金融政策の伝達に深刻な脅威となる不当かつ無秩序な市場変動に対して利用可能</li></ul>

## 直近のECB高官発言



- ・ 中立派からタカ派に位置する高官からは、利上げ完了で利下げに関して言及する発言が相次ぎ、ハト派転向を市場に印象付ける



- ・ インフレ率が顕著に低下しており、追加利上げを選択肢から外すことが可能だ。
- ・ 来年半ばまで金利を据え置くというガイダンスを示すべきではない。
- ・ インフレに対する時期尚早な勝利宣言をすべきではない。

(シュナベル理事(タカ派)、12/5)

- ・ サプライズがなければ、次の政策行動は利下げになるはずだ。
- ・ 政策行動は経済指標次第で、日程を考慮して決めることはない。
- ・ 我々は眺めをゆっくり楽しめる高台に立っている、すなわち金融政策の効果を評価する時間を持つ必要がある。

(ビルロワドガロー フランス中銀総裁(ハト派)、12/15)

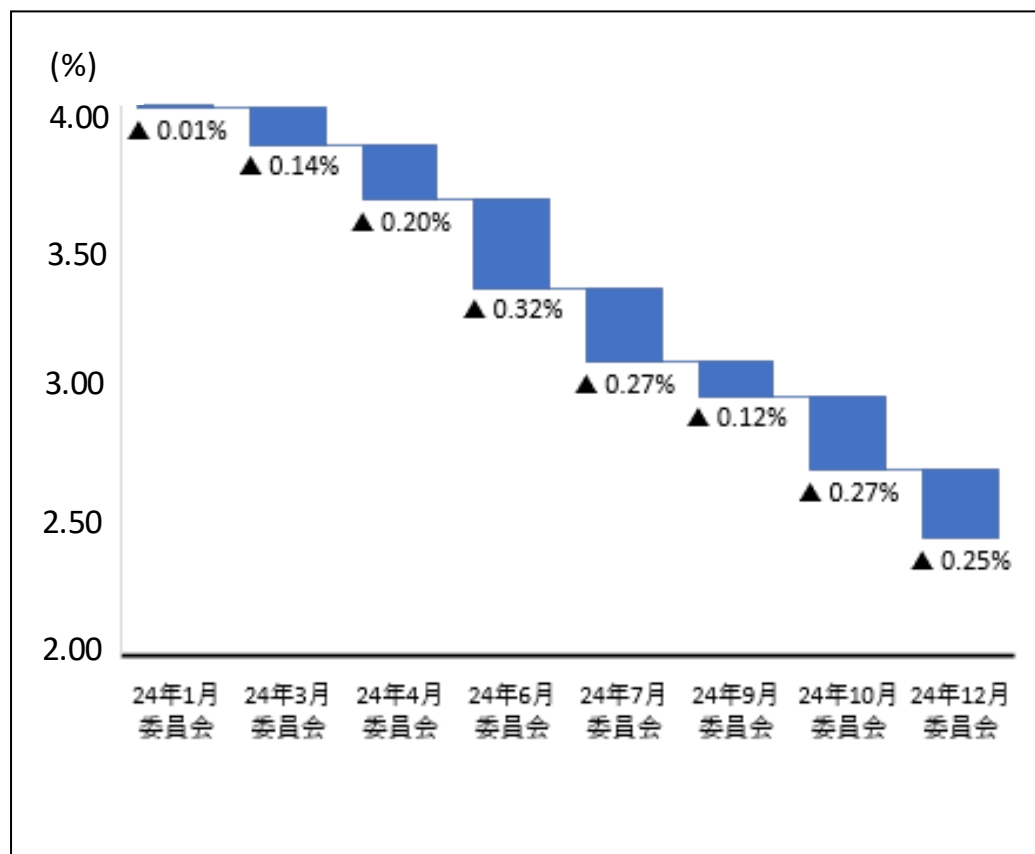


# ECBの利下げ見通し



- ・市場では、2024年中に1.50%超の利下げが織り込まれている。
- ・ラガルド総裁からは、利下げ議論に対する牽制発言が引き続き見られる

市場でのECB利下げ織り込み状況



- ・利下げに関する議論は全くなかった。
- ・警戒を引き下げるべきでは絶対にはない。
- ・基本シナリオで景気後退は見込まれていない。  
(ラガルド総裁(中立派)、12/14)

# ECB理事会メンバー一覧①



・ ECB執行部（投票権毎回あり）の金融政策に対する立場は分散

	氏名	任期	出身国	立場
	ラガルド総裁	2027年10月	フランス	中立
	デギンドス副総裁	2026年5月	スペイン	タカ
	レーン理事 (エコノミスト)	2027年5月	アイルランド	ハト
	シュナベル理事	2027年12月	ドイツ	タカ
	エルダーソン理事	2028年12月	オランダ	中立
	チポローネ理事	2031年10月	イタリア	ハト

# ECB理事会メンバー一覧②



・グループ1は分散、グループ2はタカ寄り

グループ1（5名中4名投票権あり）

氏名	出身国	立場	投票権		
			12月	1月	3月
ナーゲル	ドイツ	タカ	○	○	
ビルロワドガロー	フランス	ハト	○		○
ビスコ	イタリア	ハト		○	○
デコス	スペイン	ハト	○	○	○
クノット	オランダ	タカ	○	○	○

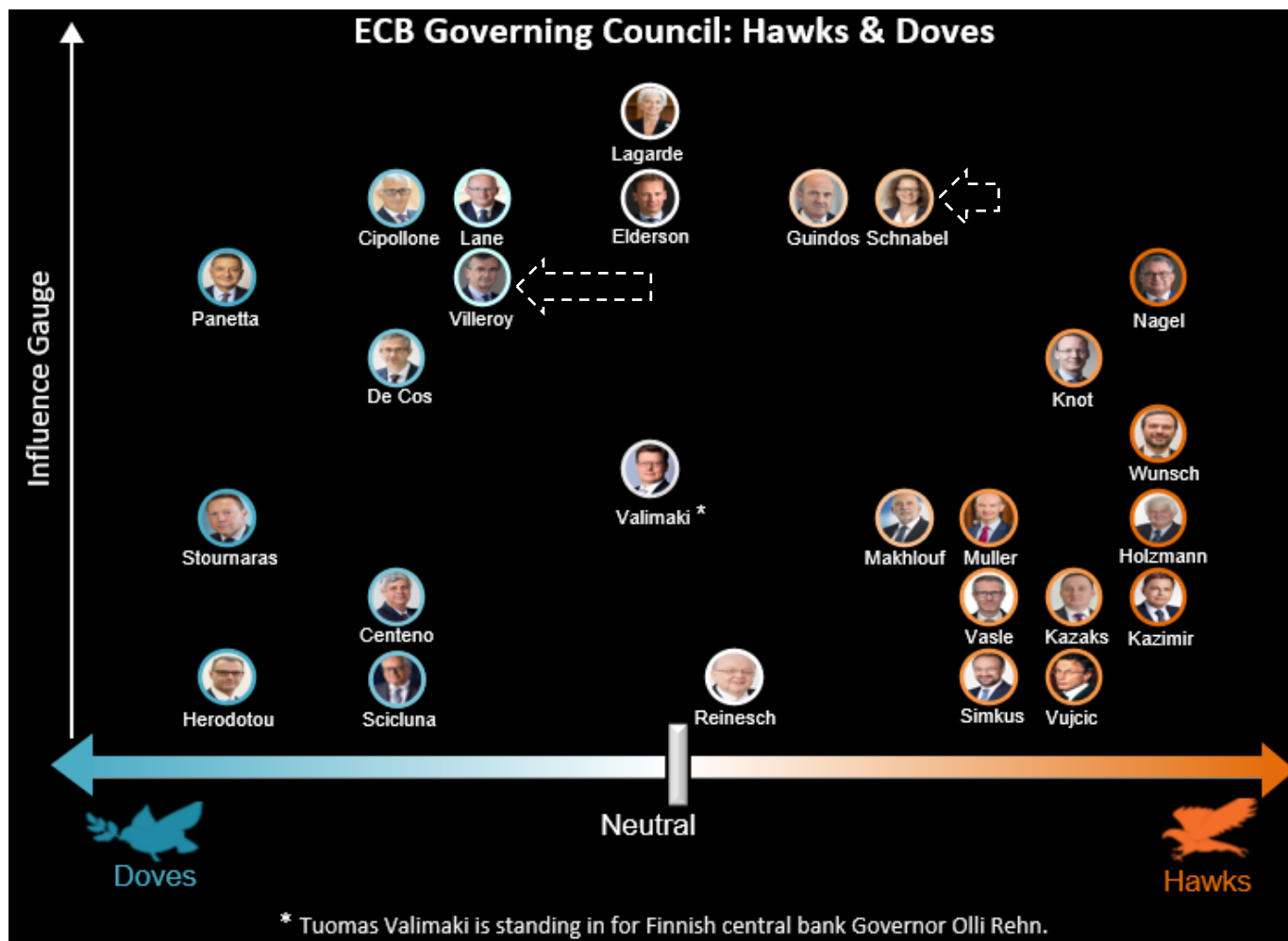
グループ2（15名中11名投票権あり）

氏名	出身国	立場	投票権		
			12月	1月	3月
ホルツマン	オーストリア	タカ	○	○	○
ウンシュ	ベルギー	タカ	○		○
センテノ	ポルトガル	ハト	○	○	○
バリマキ	フィンランド	中立	○		○
ライニッシュ	ルクセンブルク	中立		○	○
ミューラー	エストニア	タカ	○		○
カザークス	ラトビア	タカ		○	
シムカス	リトアニア	タカ		○	○
マクルーフ	アイルランド	タカ	○		○
ストゥルナス	ギリシャ	ハト	○	○	
ヘロドトウ	キプロス	ハト	○	○	
シクルナ	マルタ	ハト		○	○
バスレ	スロベニア	タカ	○	○	○
カジミール	スロバキア	タカ	○	○	○
ブイッチ	クロアチア	タカ	○	○	

# ECB高官の金融政策への姿勢



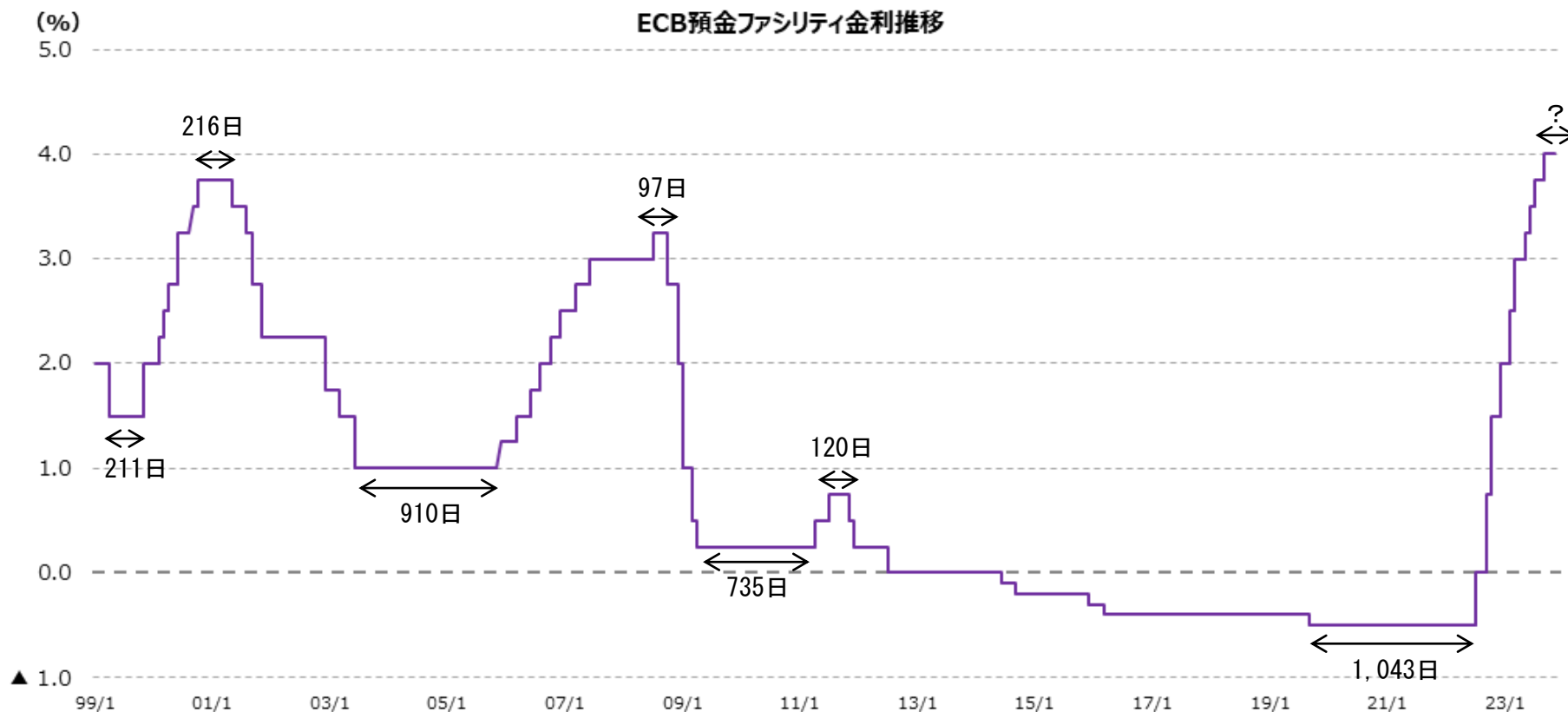
- ・ ラガルド総裁は中立派で、一部高官は前回（8月）対比でハト寄りになった結果、全体のバランスも中立に近づいている



# ECBの政策金利転換サイクル



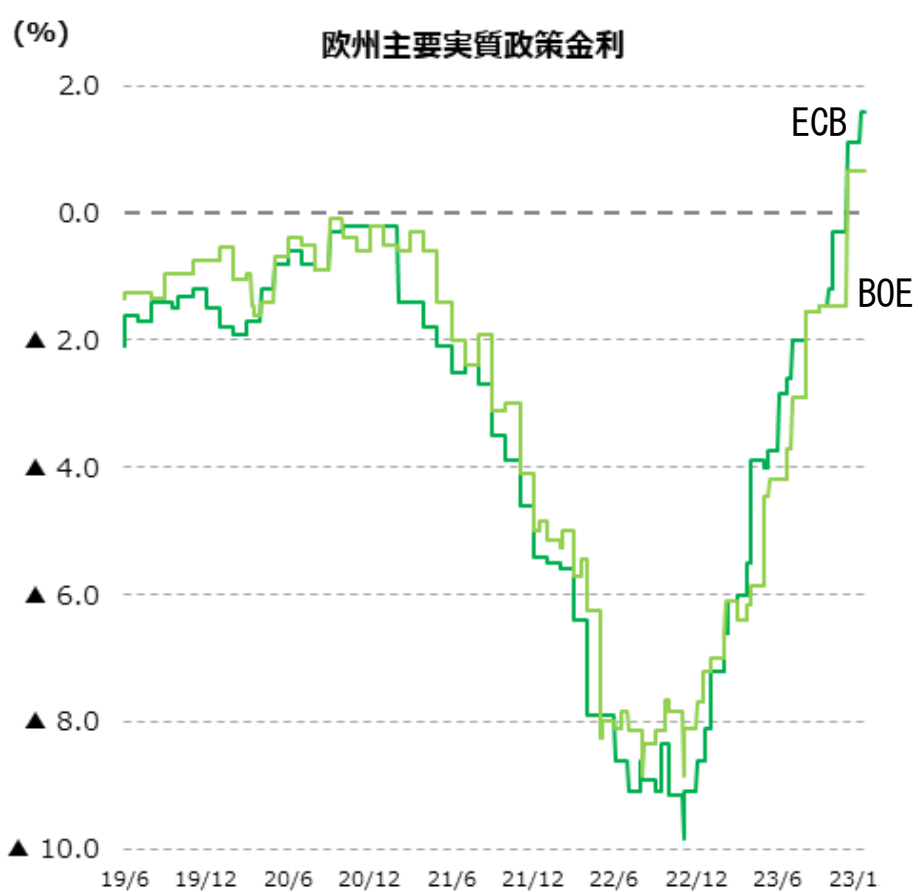
- ECBの政策金利転換サイクルは平均で476日
- 最終利上げから利下げ転換のサイクルに限れば平均で144日だが、過去3回中2回はリーマンショックや欧州債務危機といった市場のショックあり
- 9月利上げを最終利上げと見做せば、3月利下げ（約180日）はやや早い印象



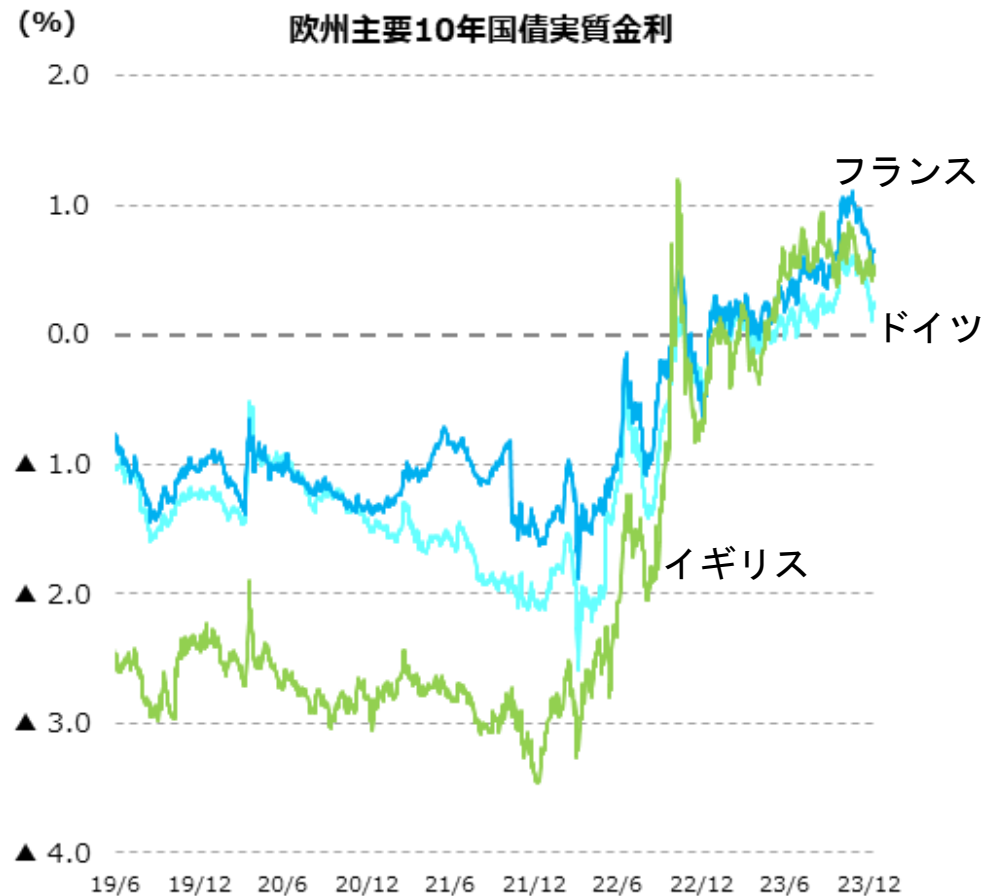
# 実質金利



- ・ 欧州の実質政策金利は1%超と引締め水準に到達し、利下げが正当化
- ・ 今後、インフレ率の低下に伴い、段階的に利下げ実施か



ECBはHICP、BOEはCPIより当社算出

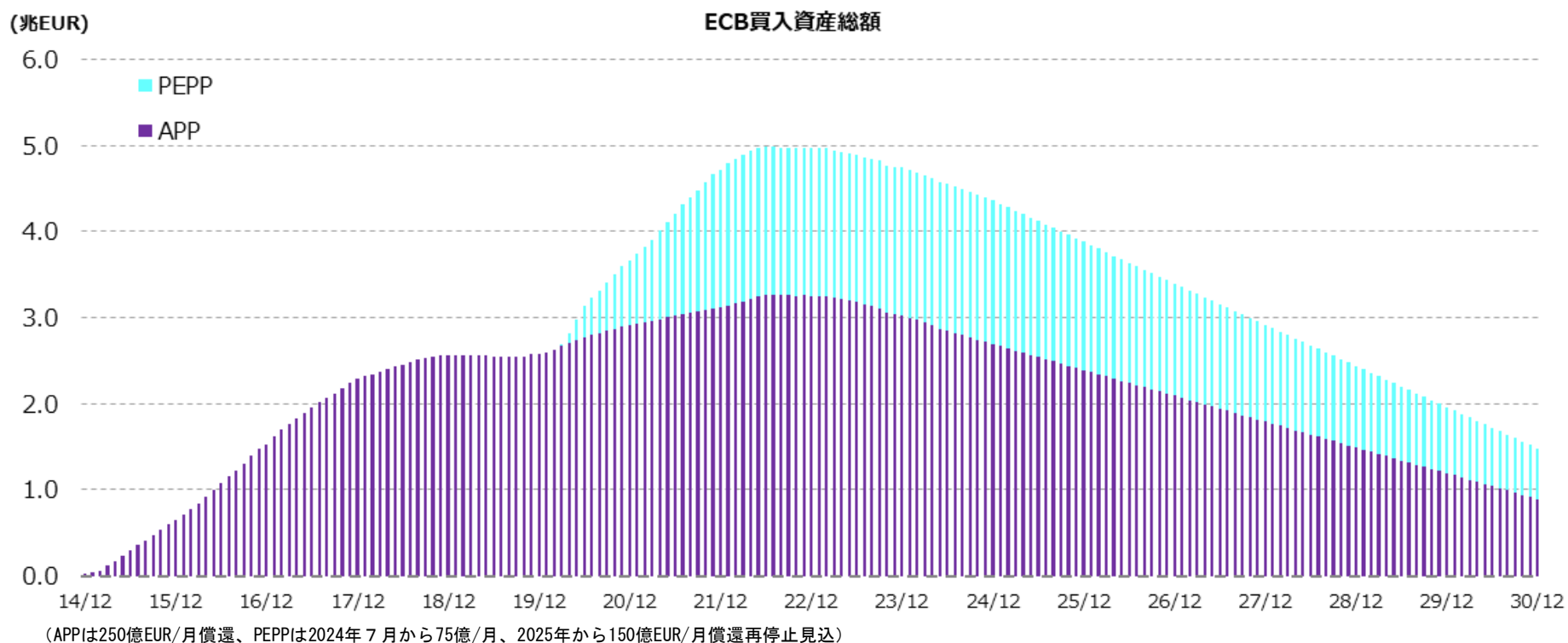


ブレイクイーブンインフレ率より当社算出

# 今後のECBバランスシート



- ・ 現状ペースでQTが進行すると仮定した場合、コロナ前の水準（2-3兆ユーロ）に達するのは、2027年頃の見込み
- ・ 利下げとバランスシート縮小施策の同タイミングでの実施は今後の課題に





利上げは終了し、次は利下げのタイミングと利下げの終着点（ロンガーラン）、QTの動向が焦点に



体感でインフレ低減が感じられるが景況感は悪くなく、景気悪化は浅く過度なリセッション懸念は不要か



堅調な労働市場、エネルギー価格下落効果の剥落、利下げによるユーロ安を勘案すると、利下げ開始は市場予想ほど早くない可能性も

# ECB政策金利見通し



- ・ 利下げの判断基準は、賃金上昇の鈍化によるHICPコア2%台前半の定着か
- ・ 浅い景気後退とコアインフレの下げ止まりを勘案し、利下げは2024年2Qを想定

	2023.12	2024.3	2024.6	2024.9	2024.12	2025.3
当社	4.00%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%
A社 (日系)	4.00%	3.75%	3.25%	2.75%	2.50%	2.50%
B社 (米系)	4.00%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	—
C社 (英系)	4.00%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.25%
D社 (仏系)	4.00%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%
市場※	3.94%	3.70%	3.18%	2.79%	2.31%	2.30%

※市場のフォワードカーブから試算

# 10年独国債金利見通し



- ・ 利下げ織り込みにより2024年半ばにかけて緩やかに金利低下後、2025年にかけて景気回復を先取りしやや上昇か
- ・ QT加速や財政出動による発行増など国債需給への影響には留意が必要

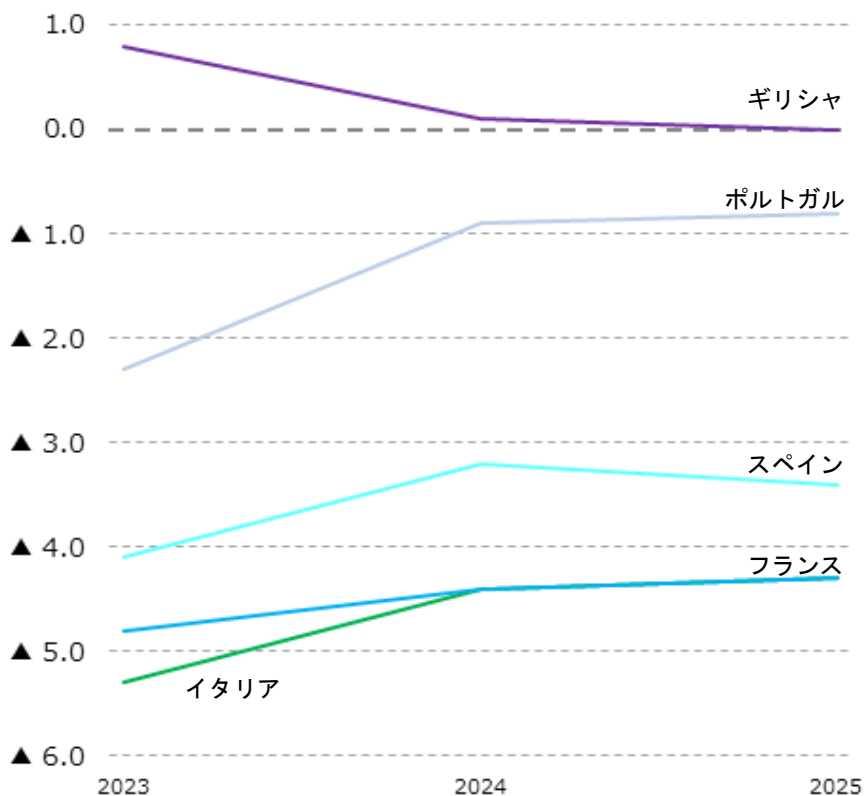
	2023.12	2024.3	2024.6	2024.9	2024.12	2025.3
当社	2.20%	2.10%	2.00%	2.00%	2.10%	2.20%
A社 (日系)	2.50%	2.20%	2.00%	1.90%	2.00%	2.10%
B社 (米系)	2.45%	2.45%	2.35%	2.25%	2.10%	2.25%
C社 (英系)	2.40%	2.40%	2.30%	2.20%	2.00%	1.90%
D社 (仏系)	2.30%	2.30%	2.20%	2.20%	2.00%	2.00%
市場	2.11%	2.08%	2.06%	2.06%	2.07%	2.09%

# 欧州財政状況



- ・ イタリア、スペイン、フランスは財政赤字が恒常化
- ・ イタリアの格付は一旦、投資適格級を維持

欧州委員会 各国財政赤字予測



	MDY	S&P	Fitch
AA+/Aa1			
AA/Aa2	フランス	フランス	
AA-/Aa3			フランス
A+/A1			
A/A2		スペイン	
A-/A3	ポルトガル		スペイン ポルトガル
BBB+/Baa1	スペイン	ポルトガル	
BBB/Baa2		イタリア	イタリア
BBB-/Baa3	イタリア	ギリシャ	
BB+/Ba1	ギリシャ		ギリシャ
BB/Ba2			

# 今後の欧州主要政治日程



年月	内容
2024年 1 月	<ul style="list-style-type: none"><li>・ フィンランド大統領選挙</li></ul>
2024年 3 月	<ul style="list-style-type: none"><li>・ ポルトガル総選挙</li><li>・ ロシア大統領選挙</li><li>・ ウクライナ大統領選挙の可能性</li></ul>
2024年 6 月	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 欧州議会選挙</li><li>・ ベルギー総選挙</li></ul>
2024年 9 月	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 独ザクセン州議会選挙</li><li>・ 独ブランデンブルグ州議会選挙</li><li>・ オーストリア総選挙の可能性</li></ul>
2024年10月	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 独チューリンゲン州議会選挙の可能性</li></ul>
2025年 1 月	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 英国総選挙実施期限</li><li>・ ギリシャ大統領選挙の可能性</li></ul>

# ウクライナ戦争



- ・ ウクライナ戦争は、南東部戦線で膠着状態
- ・ 欧米諸国の支援疲れ、厭戦気分から対露停戦協議打診との報道も

ウクライナ戦線状況



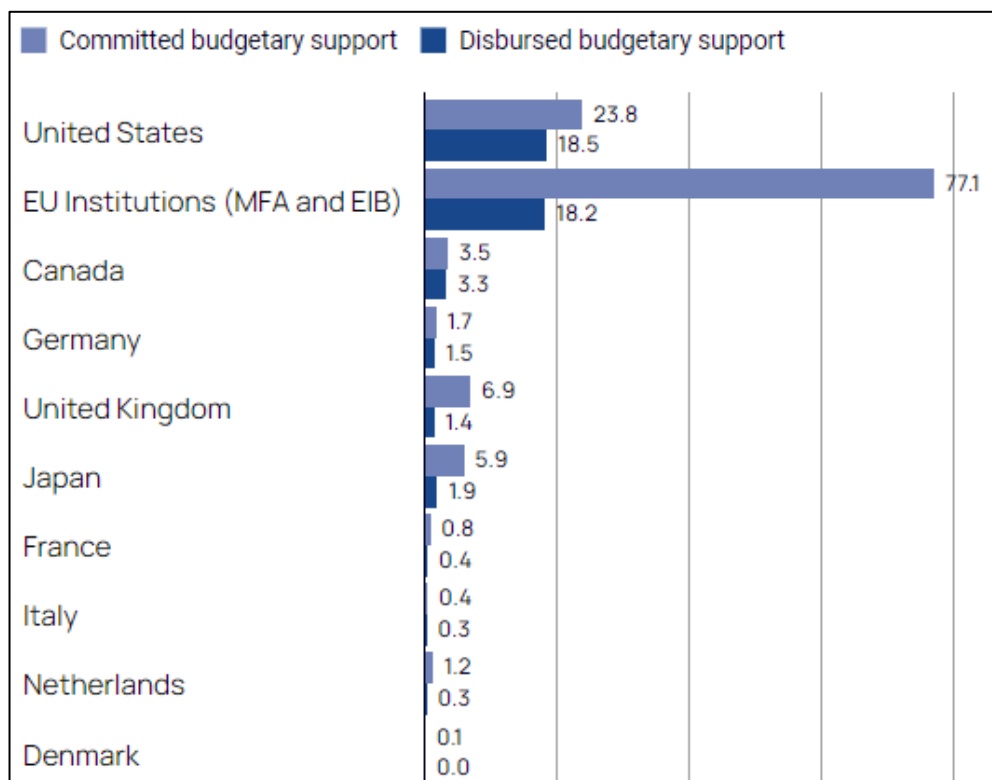
年月	内容
2022年2月	ロシアがウクライナ侵攻開始
2022年4月	ブチャでの虐殺が明らかに
2022年5月～11月	ウクライナが反転攻勢に転じ、南東部主要都市を奪還
2023年3月	岸田首相キーウ訪問
2023年6月	民間軍事会社ワグネルを率いるプリゴジン氏が武装蜂起、のち中断
2023年8月	ロシアが極東地域の軍事部隊をウクライナ戦線に投入する動き
2023年9月	ウクライナによる反転攻勢への遅れが指摘
2023年11月	欧米当局者がウクライナに対し、ロシアとの停戦協議を打診と報道
2024年3月 (見込み)	ロシア大統領選挙 ウクライナ大統領選挙

# ウクライナ戦争



- ・ 欧米諸国から支援表明は相次ぐものの、実際の履行までに相応の時間差
- ・ ウクライナ側でも汚職摘発が相次ぎ、ゼレンスキー大統領の求心力低下

世界各国の対ウクライナ支援表明額と履行額



年月	解任対象者
2023年1月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ティモシェンコ大統領府副長官 (人道支援用車両の私的利用)</li> <li>・ シャポワロフ国防次官 (軍事食料調達での汚職)</li> </ul>
2023年5月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ クニャゼフ最高裁長官 (収賄容疑)</li> </ul>
2023年8月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 各州徴兵事務所長 (徴兵逃れを巡る汚職)</li> </ul>
2023年9月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ コロモイスキー新興財閥社長 (詐欺と資金洗浄)</li> <li>・ レズニコフ国防相 (軍事装備品や物資での汚職)</li> </ul>

# パレスチナ・イスラエル戦争



- ・ 欧州各国でパレスチナ支持者とイスラエル支持者双方による大規模デモが発生
- ・ 根源的な宗教的対立も絡み、緊張感が走る場面も



英 警官隊と衝突するパレスチナ支持者のデモ

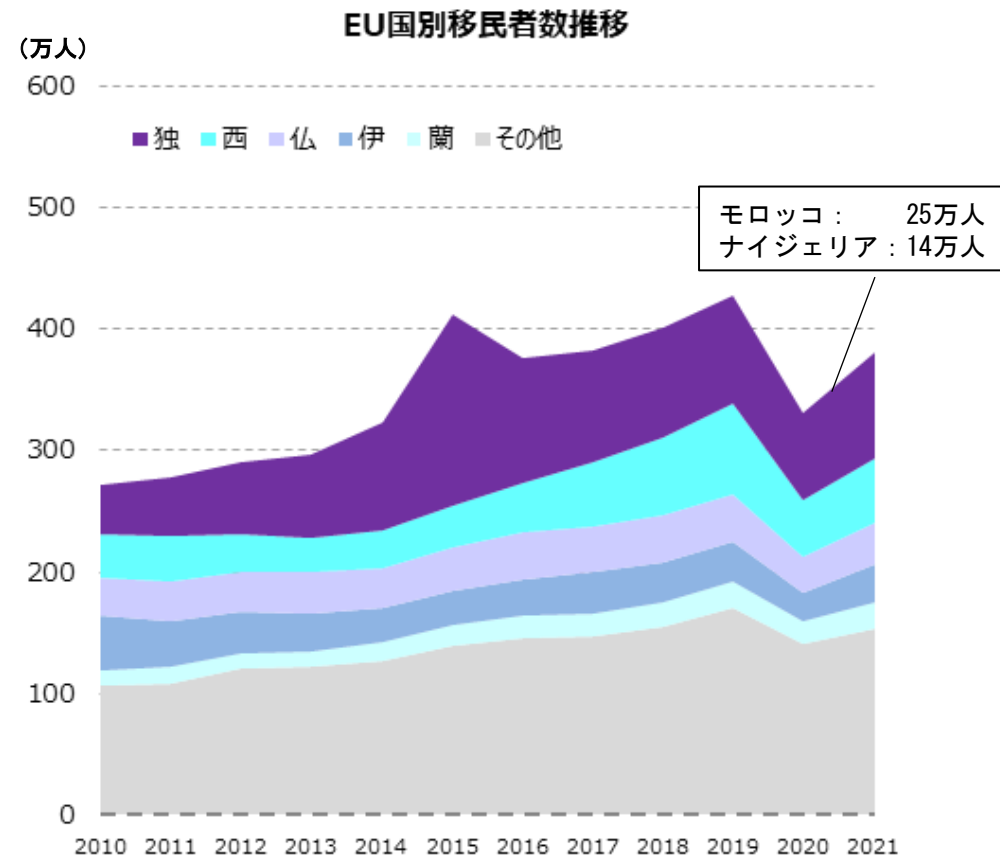
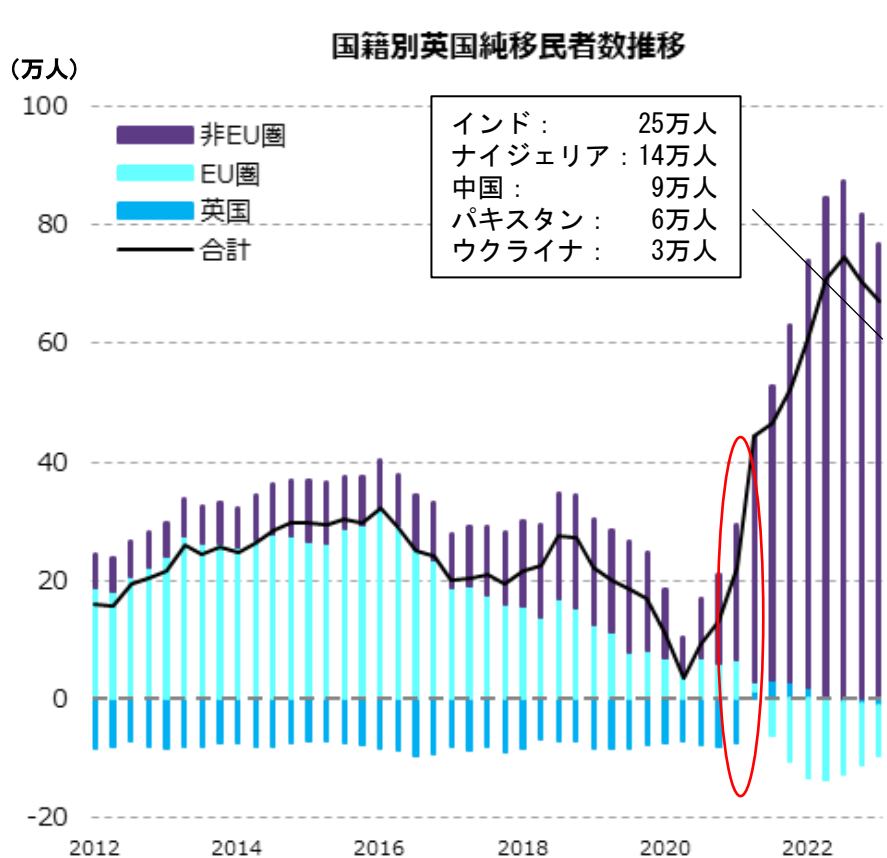


英 イスラエル支持者によるデモ

# 欧州移民情勢



- ・ 英国への移民は、EU離脱後にアジア・アフリカ等非EU圏から急増
- ・ EUではドイツが一貫して最大の移民受入国、中東アフリカからの移民中心





- ・ 欧州各国でポピュリズム政党が各国議会勢力を伸長、欧州議会選挙に弾み
- ・ 一部は政権与党入りし、欧州政治システムへの組み込みが進む

## 欧州各国の主要ポピュリズム政党議席占有状況

(図表上から、党名、党首名、議席占有率、政治主張 背景青は与党)

### スウェーデン

スウェーデン民主党 (SD)  
オーケソン  
21%  
保守、反移民、反EU

### オランダ

自由党 (PVV)  
ウィルダース  
25%  
極右、反移民、反EU

### ドイツ

ドイツのための選択肢 (AfD)  
ワイデル/クルパラ  
11%  
極右、反移民、反EU

### フランス

国民連合 (FN)  
ルペン  
15%  
極右、反移民、反EU

### フィンランド

フィン人党 (SP)  
プーラ  
23%  
保守、民族主義、反EU

### ポーランド

法と正義 (PiS)  
カチンスキ  
42%  
保守、国粋主義、反EU

### ハンガリー

フィデス (Fidesz)  
オルバーン  
59%  
保守、反移民、反EU

### イタリア

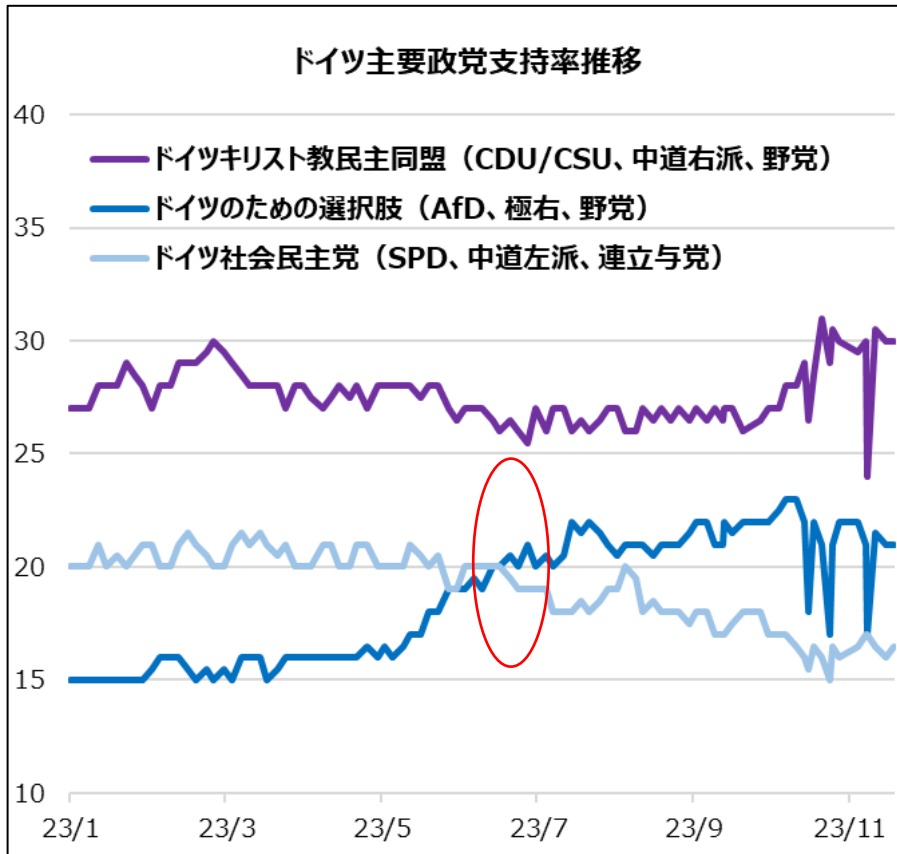
イタリアの同胞 (Fdl)  
メローニ  
30%  
極右、国粋主義、反EU





# ドイツ政治情勢

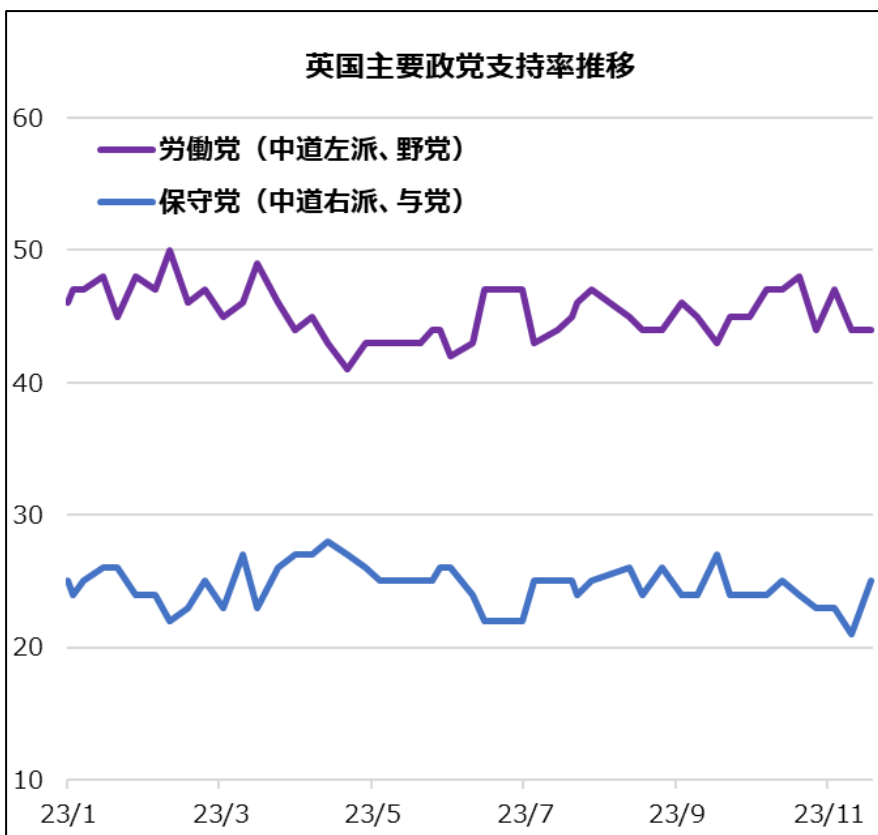
- ・ 経済成長が低迷する中、環境政策や予算を巡る混乱で与党支持率が低下
- ・ 極右政党の支持伸長が鮮明になる中で、来年州議会選挙を迎えることに



年月	内容
2021年12月	シュルツ連立政権発足
2023年6月	2024年1月から新設の暖房システムに再生可能利用エネルギーを義務付ける法案について、国民から反発を招く
2023年10月	バイエルン州議会選挙で与党惨敗 ヘッセン州議会選挙で与党惨敗
2023年11月	未執行のコロナ対策予算の流用について違憲判決 →新規財政支出を全面凍結した上で、 財政赤字上限適用を一時停止
2024年9月 (予定)	ザクセン州議会選挙 ブランデンブルグ州議会選挙
2024年10月 (予定)	チューリンゲン州議会選挙



- ・ 規律ある財政政策や懸案の北アイルランド通商協定の見直し、ガソリン車の販売禁止延期等、現実路線に回帰するものの、国民からの支持は伸び悩み
- ・ 親中派のキャメロン元首相の外相起用、難民のルワンダ移送等、奇手による政権浮揚を目指す、次期総選挙での政権交代は不可避な情勢



年月	内容
2022年10月	スナク政権発足
2023年3月	北アイルランド通商ルール見直しでEUと合意
2023年4月	ラーブ副首相がパワハラ問題で辞任
2023年5月	地方選で与党が惨敗
2023年7月	下院補選で与党が惨敗
2023年9月	ガソリン車の販売禁止を延期
2023年10月	下院補選で与党が惨敗
2023年11月	内閣改造、キャメロン元首相を外相に難民のルワンダ移送に違憲判決
2025年1月 (予定)	英国下院総選挙

# その他欧州政治情勢



- ・ポーランドで反EU与党が敗北、親EU政権発足
- ・オランダでは極右政党が下院議会選挙勝利するものの、組閣には時間

ポーランド下院選挙結果

	政党名	政治主義	獲得議席
連立与党	市民プラットフォーム	中道右派・親EU	157
	農民党	中道右派	65
	新左派	左派	26
	法と正義	右派・反EU	194
	諸派政党	—	18
		合計	460

親EUの市民プラットフォームを中心とする連立政権樹立について三党間で合意、トウスク（元EU大統領）政権発足

相次ぐスキャンダルやEU再接近を求める若年層の支持を失い、2015年10月以来続いた法と正義による反EU政権は下野

オランダ下院選挙結果

政党名	政治主義	獲得議席
自由党	極右・反EU	37
緑左派/労働党	左派・環境主義	25
自由民主国民党	中道右派	24
新社会契約	中道右派	20
諸派政党	—	44
	合計	150

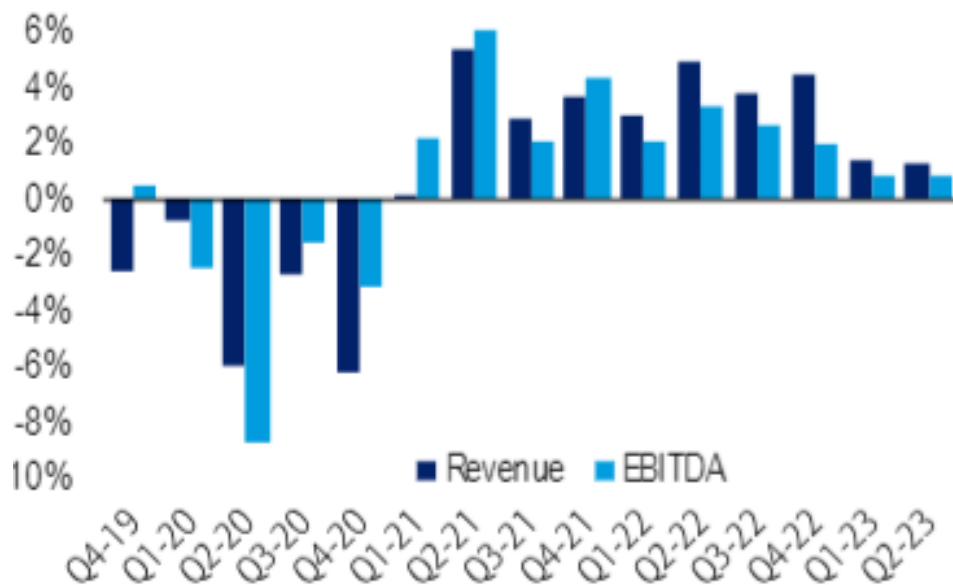
2023年7月の難民流入抑制策を巡る閣内対立から、13年続いたルッテ内閣が崩壊

反移民票を取り込んだ自由党（ウィルダース党首）が下院第一党に躍進するも、過半数には連立相手が必要であり、内閣樹立は難航が予想（下院の選挙制度が比例代表で多党化傾向）

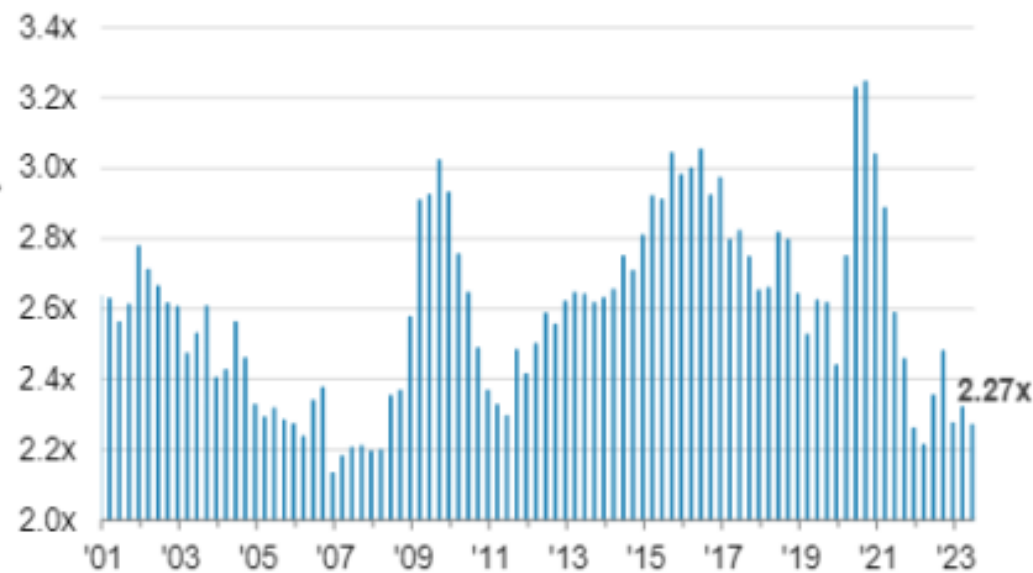


- ・ 足元で企業業績の伸びは鈍化
- ・ コロナ禍でデレバレッジが進捗し、レバレッジ比率は低位で推移

四半期別平均企業業績変化率



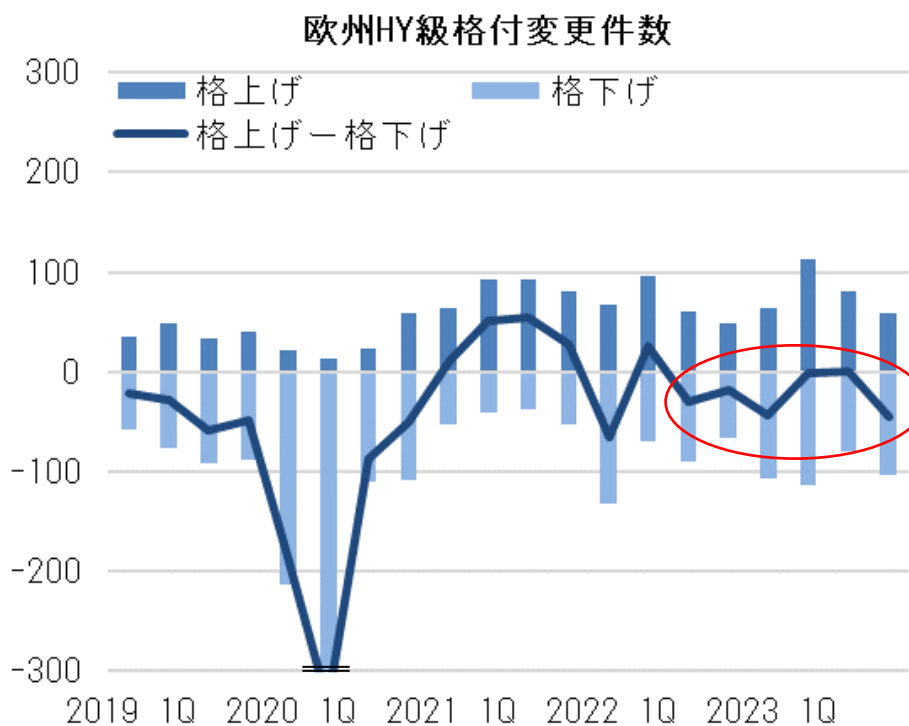
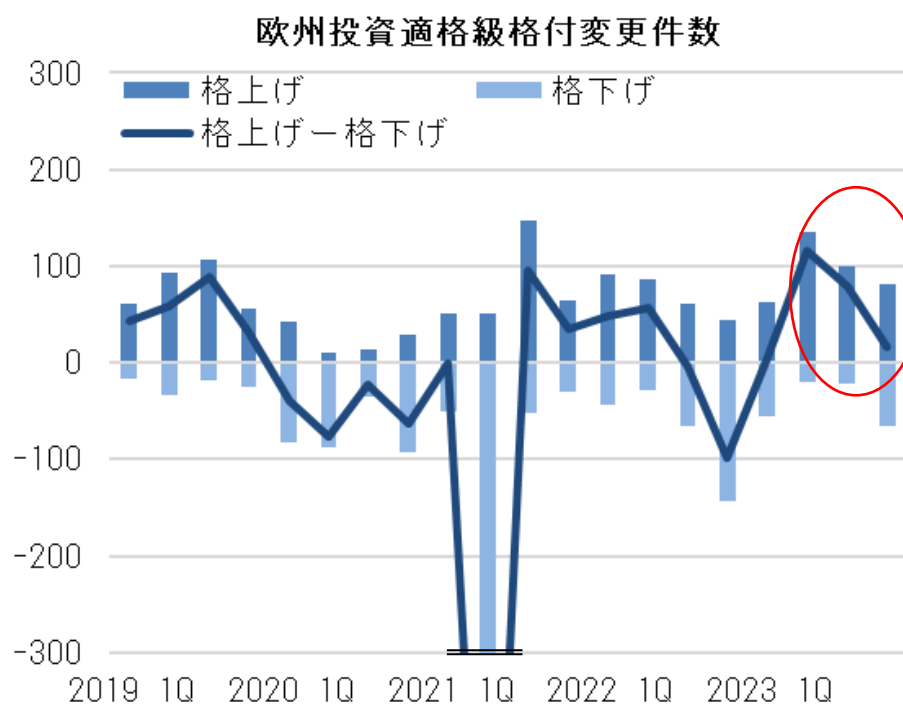
四半期別平均企業レバレッジ比率推移



# 企業格付状況



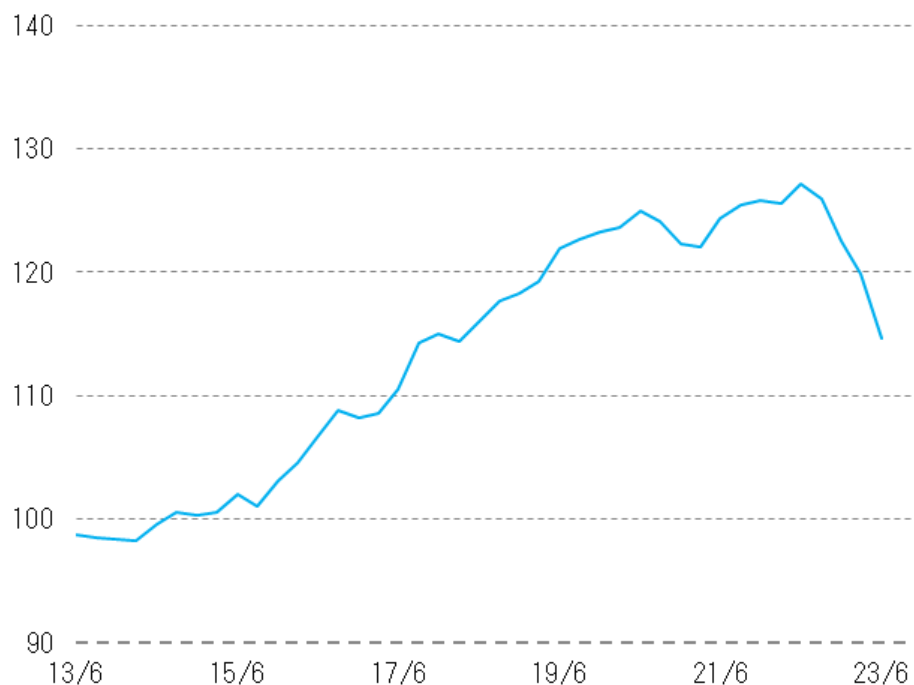
- ・ IGの格下げは限定的な一方で、HYの格下げはコンスタントに発生
- ・ 足元で格下げトレンドになりつつある点に留意





- ・金融引締め・ライフスタイルの変化等に伴い、商業用不動産価格は調整局面
- ・高レバレッジの低格付不動産会社等にかかるヘッドラインが今後も発生か

欧州商業用不動産指数

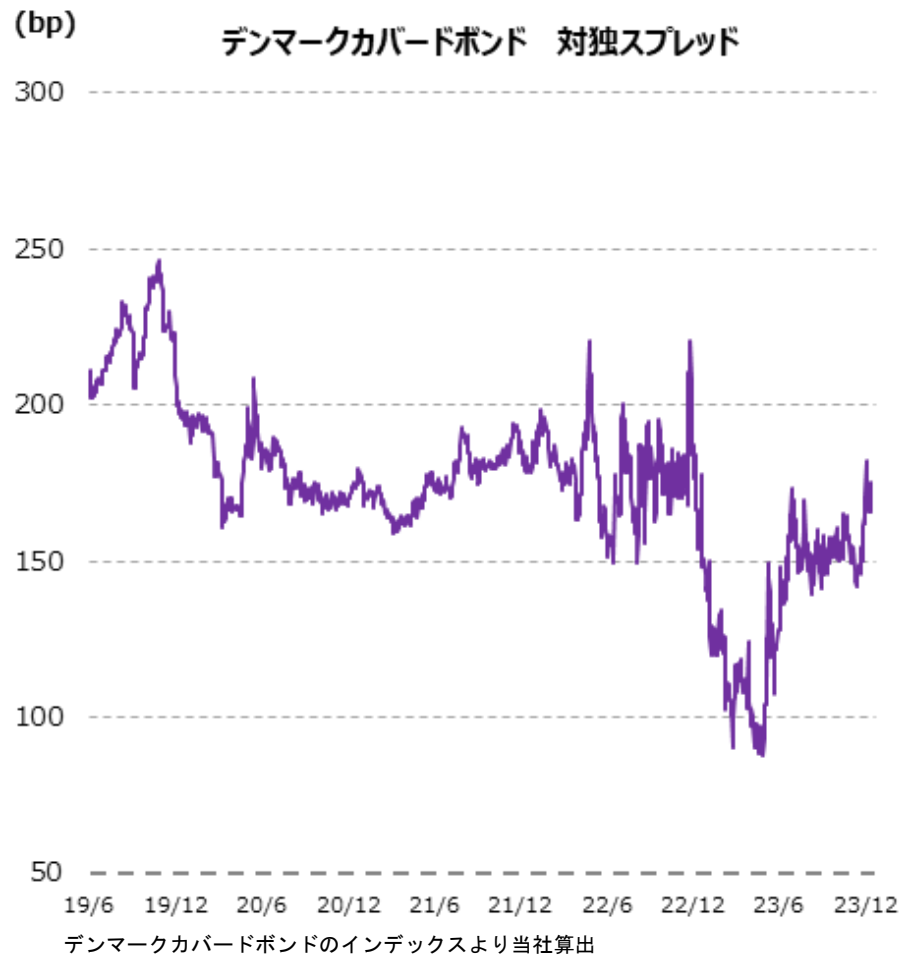
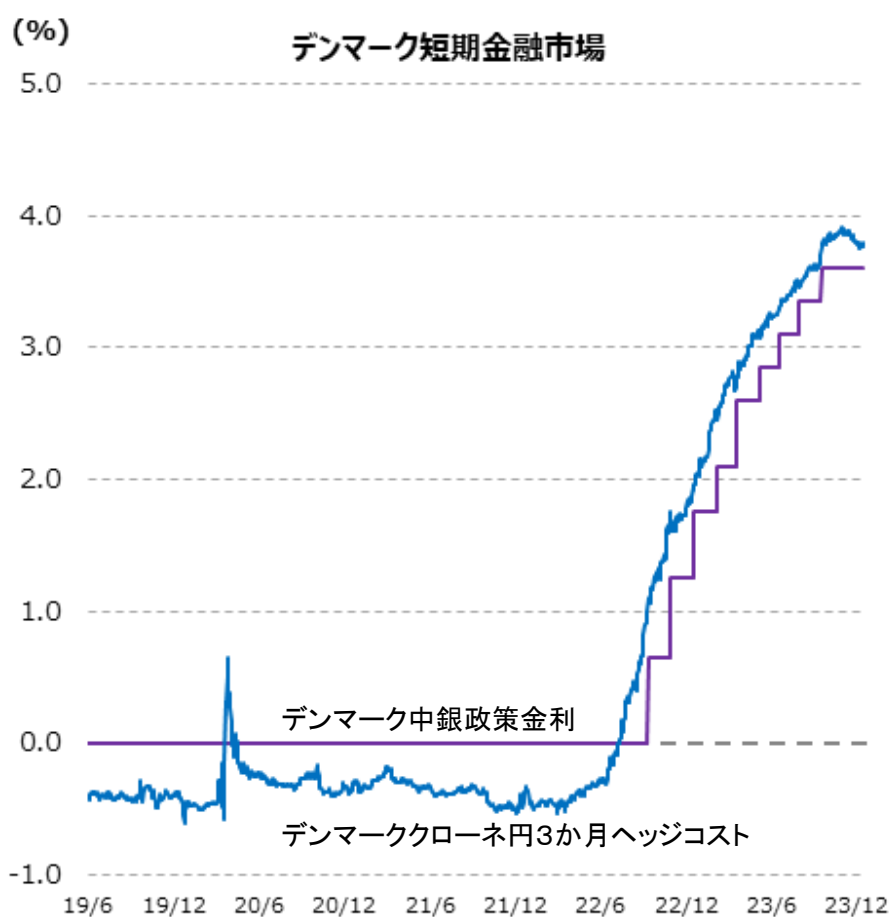


年月	出来事
2023年4月	・ ECBが欧州商業用不動産価格の下落に関する警鐘レポートを公表
2023年5月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ スウェーデンの不動産企業SBBが資金調達懸念から格下げ（BBB-からBBへ、現在はCCC+）</li> <li>・ オランダのCTP、スウェーデンのカルステム等、欧州不動産企業の株価が経営懸念から売られる</li> <li>・ 英国の新金融街・カナリーワフ所有企業が、資金調達懸念やオフィス空室率増加から格下げ（Ba1からBa3、現在はB1）</li> </ul>
2023年11月	欧州の不動産王であるベンコ氏率いるシグナグループ（子会社格付はCCC）が破産申請

# デンマークカバードボンド市場状況



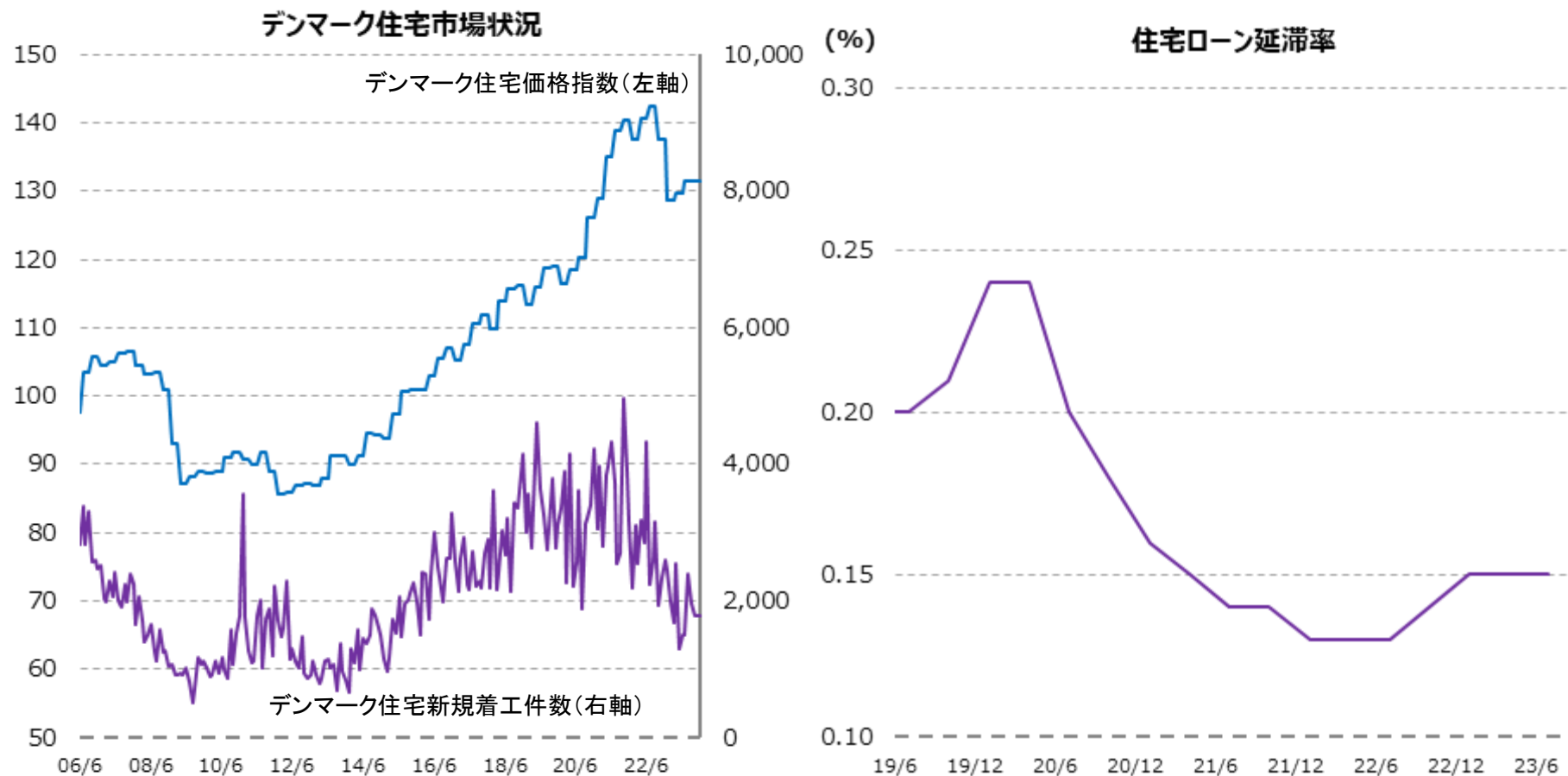
- ・デンマーク中銀の利上げにより、ヘッジコストは急上昇
- ・スプレッドは、春先のタイトニング局面を除き概ねレンジ内で推移



# デンマーク住宅市場



- ・ 住宅新規着工は低迷しているが、住宅価格の調整は小幅
- ・ 住宅ローン延滞率は低水準で推移





## [ 営業担当 ]

- ・河合 千宏 (chihiro.kawai@shinkin.co.uk)
- ・溝上 智広 (tomohiro.mizoue@shinkin.co.uk)

### Shinkin International Ltd.

住所	: 1st Floor, 85 London Wall, London EC2M 7AD
ホームページ	: <a href="https://sil-uk.net">https://sil-uk.net</a>
電話	: +44(国番号) - 20-7562-0500(代表)
	: +44(国番号) - 20-7374-4633(営業直通)
FAX	: +44(国番号) - 20-7256-8544
Eメール	: <a href="mailto:information@shinkin.co.uk">information@shinkin.co.uk</a>

本資料は、信金インターナショナル(以下、「信金インター」と称します。)が、情報提供のみを目的として作成したものです。本資料に含まれる情報は、作成時点の公開情報および信金インターが信頼性が高いと考える情報源に基づいていますが、信金インターはその正確性または完全性について何ら表明または保証するものではありません。

本資料中の見解は信金インターの見解であり、変更される可能性があります。信金インターは、本資料中の見解または情報を更新する義務を負いません。信金インターおよびその関係会社ならびに各々の役員・従業員は、本資料またはその内容を使用したことにより直接的あるいは間接的に生じた損失について、いかなる責任も負いません。