

信金インター/欧州金融市場セミナー

欧州金融市場の見通し 欧州金融機関決算のポイント

2025年3月21日



信金インターナショナル

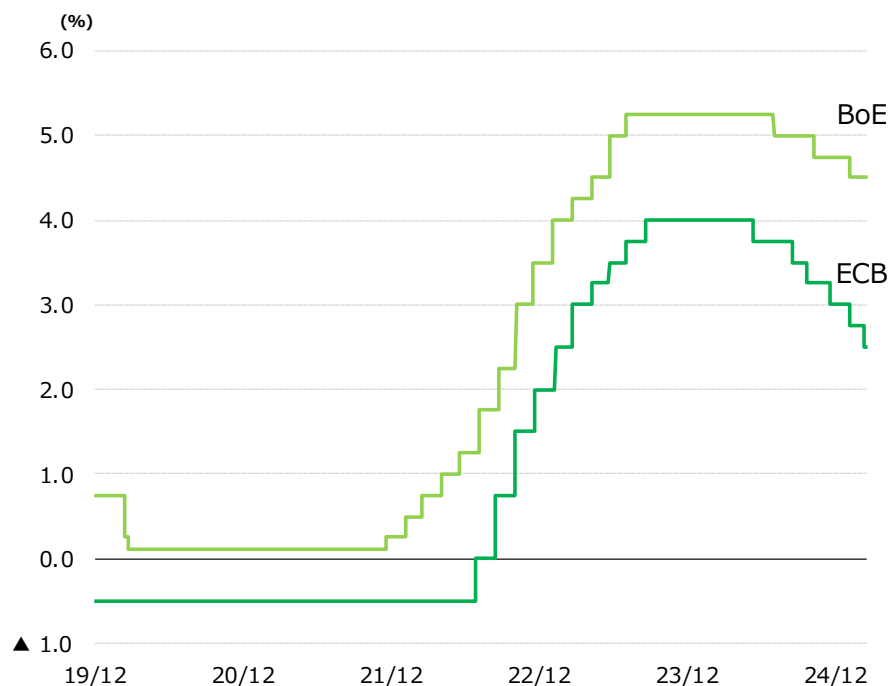


-
1. 足元の金融市場について
 2. ECBの金融政策について
 3. 欧州金融機関2024年度決算について

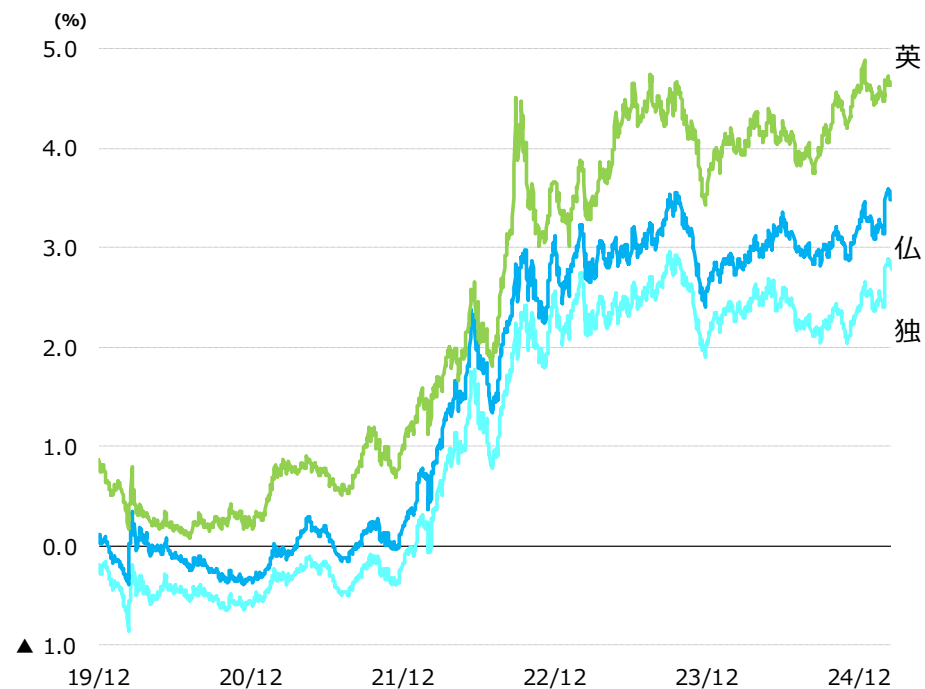


- ▶ ECB、BOEともに今後の利下げペース及びターミナルレートが注目
- ▶ 各国国債金利は、財政拡張に向けた動きからドイツ国債主導で上昇

欧州主要政策金利



欧州主要10年国債金利





- ▶ ウクライナ停戦観測や財政拡張への期待感からドイツが連日過去最高値を更新
- ▶ 直近上昇傾向だが、米国と比較すると予想PERは低位で推移

欧州主要株価指数（2019年末 = 100）



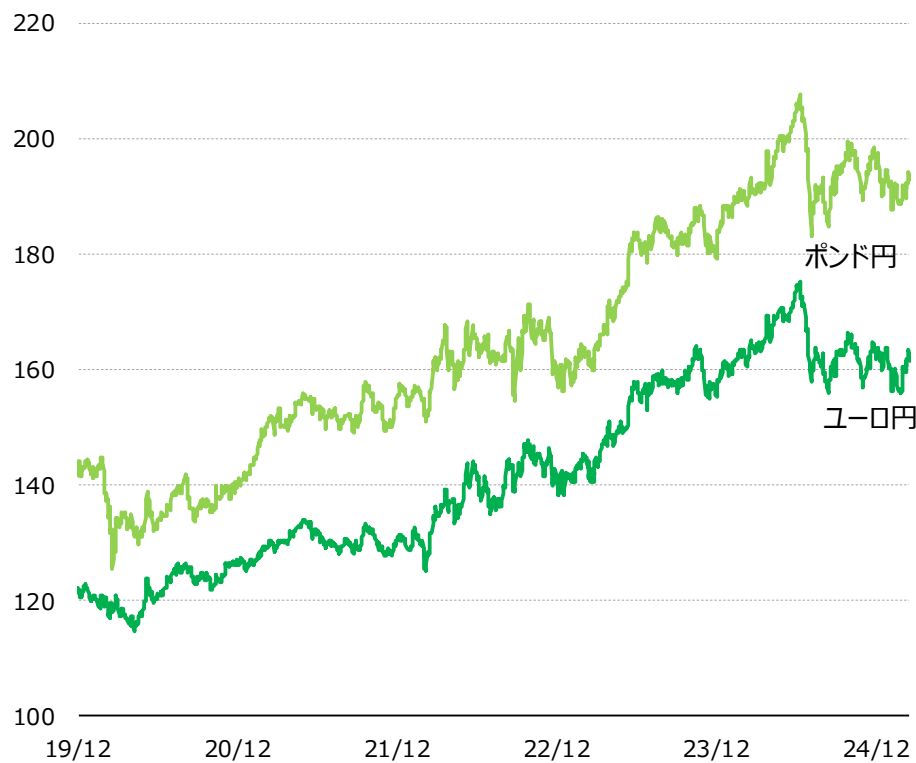
株価指数予想PER



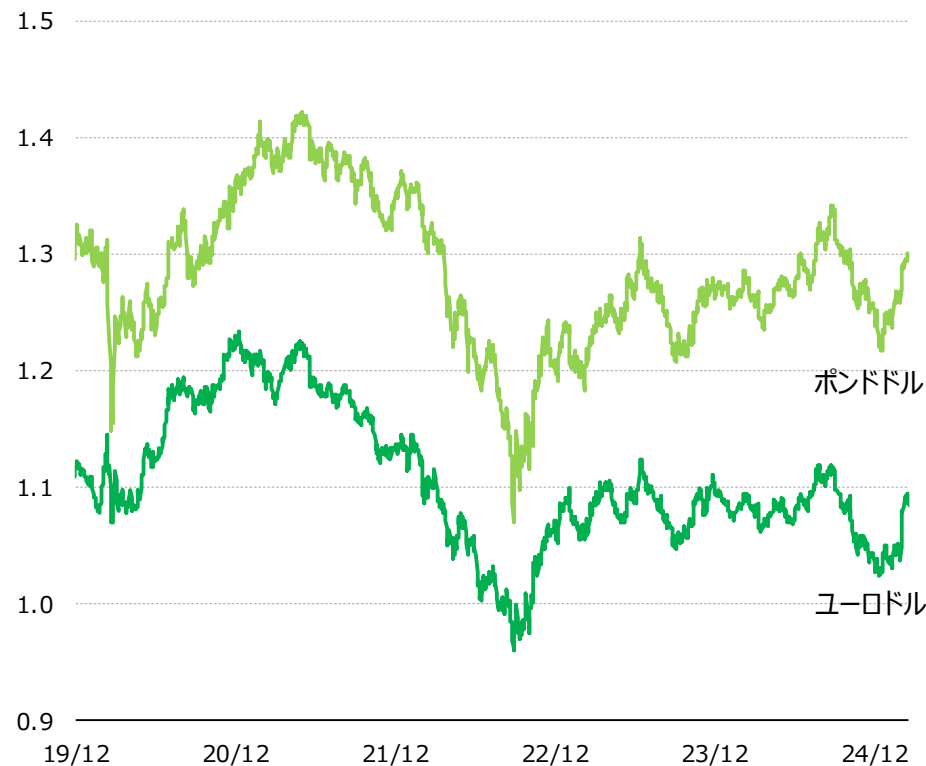


- ▶ 日銀利上げを契機に対JPYは円安トレンドが一服
- ▶ 対USDについては、トランプ関税政策の不透明感から足元上昇に転換

対JPY為替レート



対USD為替レート



クレジット市場

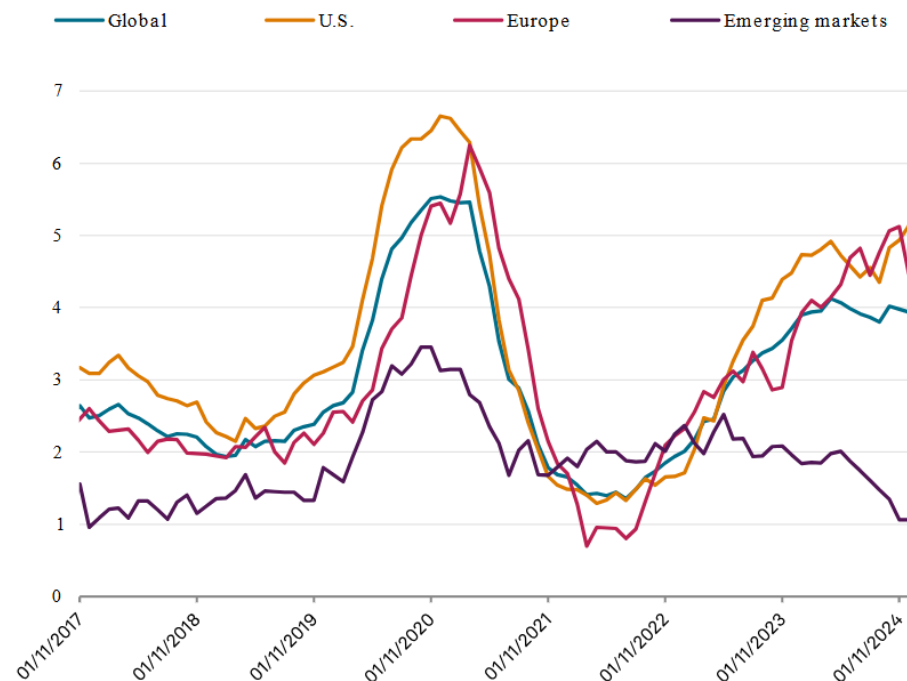


- ▶ 堅調な投資家需要を背景にタイトな水準での推移が継続
- ▶ 欧州デフォルト率はピークアウトの兆し

欧州CDSスプレッド



デフォルト率推移

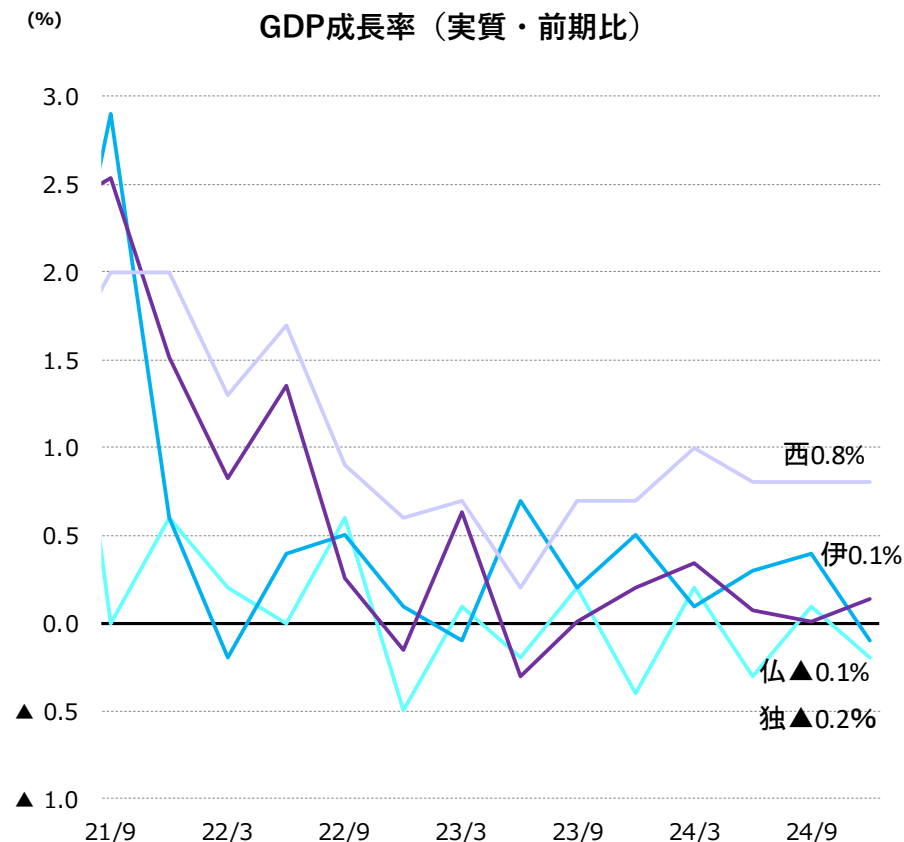
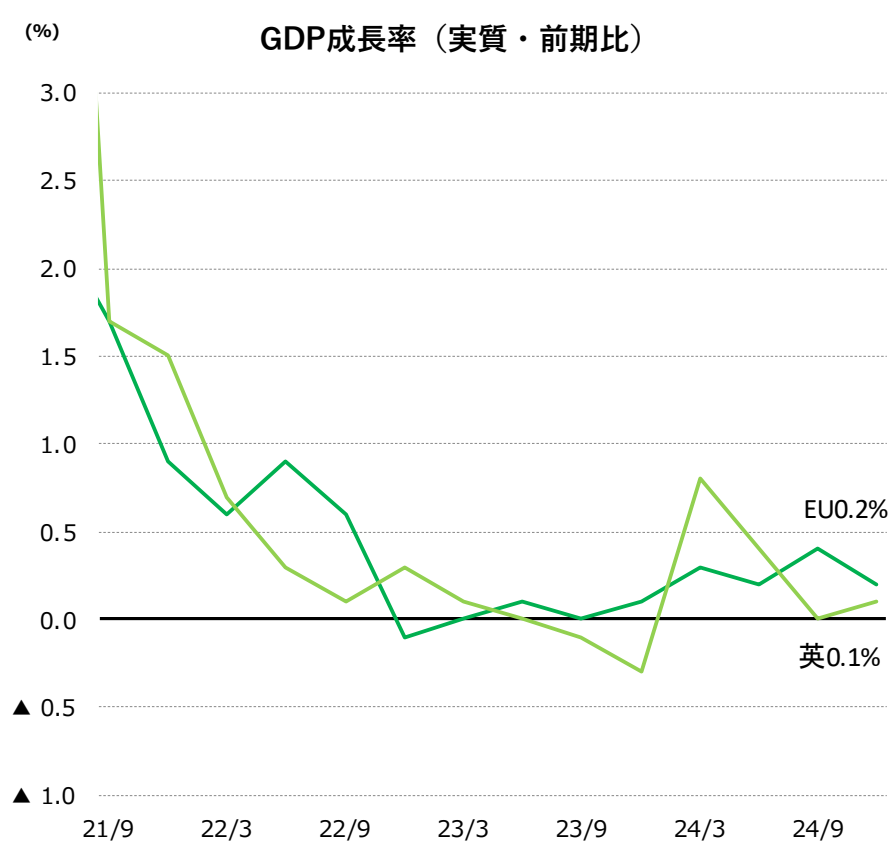


※投機的格付デフォルト率

景気動向



- ▶ 英国は昨年前半の回復の勢いが弱りゼロ成長に
- ▶ 欧州は国ごとに明暗（好調なスペイン⇔軟調なドイツ）

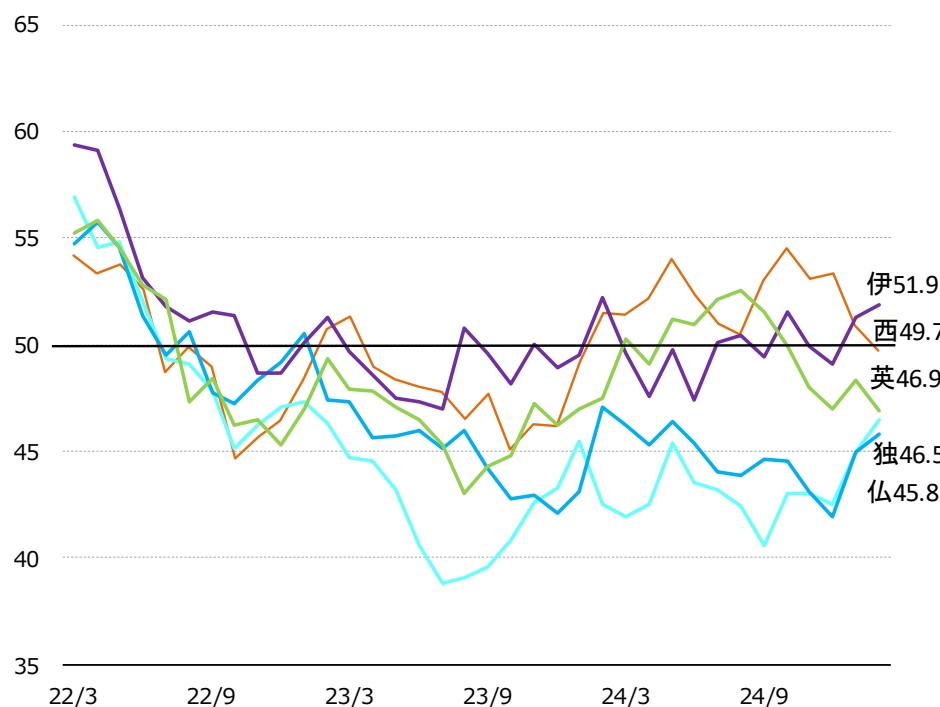


景気先行指標

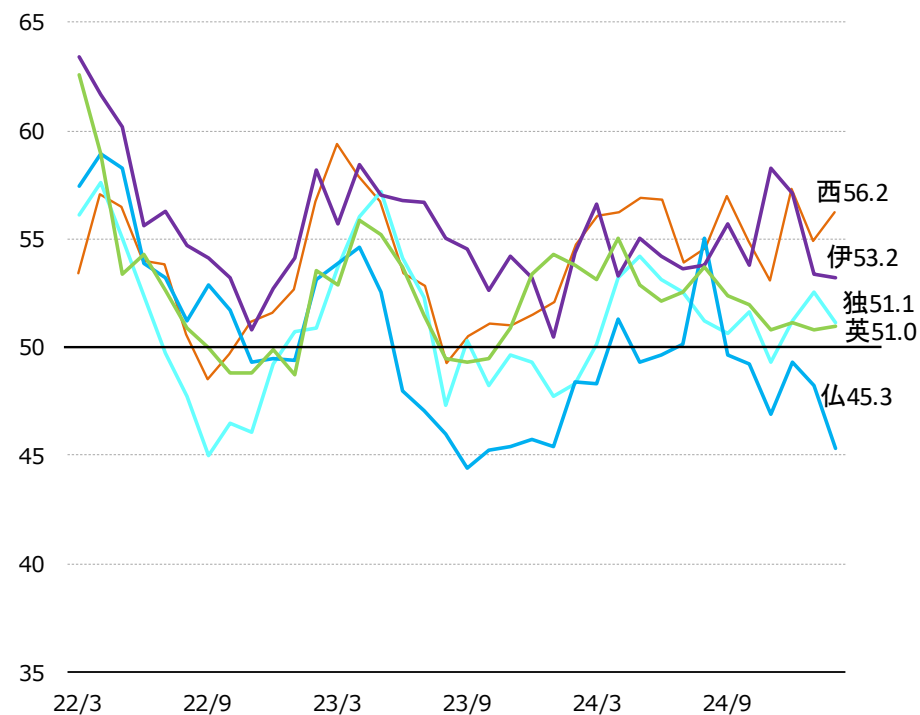


- ▶ ドイツ・フランスの製造業は底打ちの兆し
- ▶ サービス業は、引き続きフランスを除いて堅調

製造業PMI



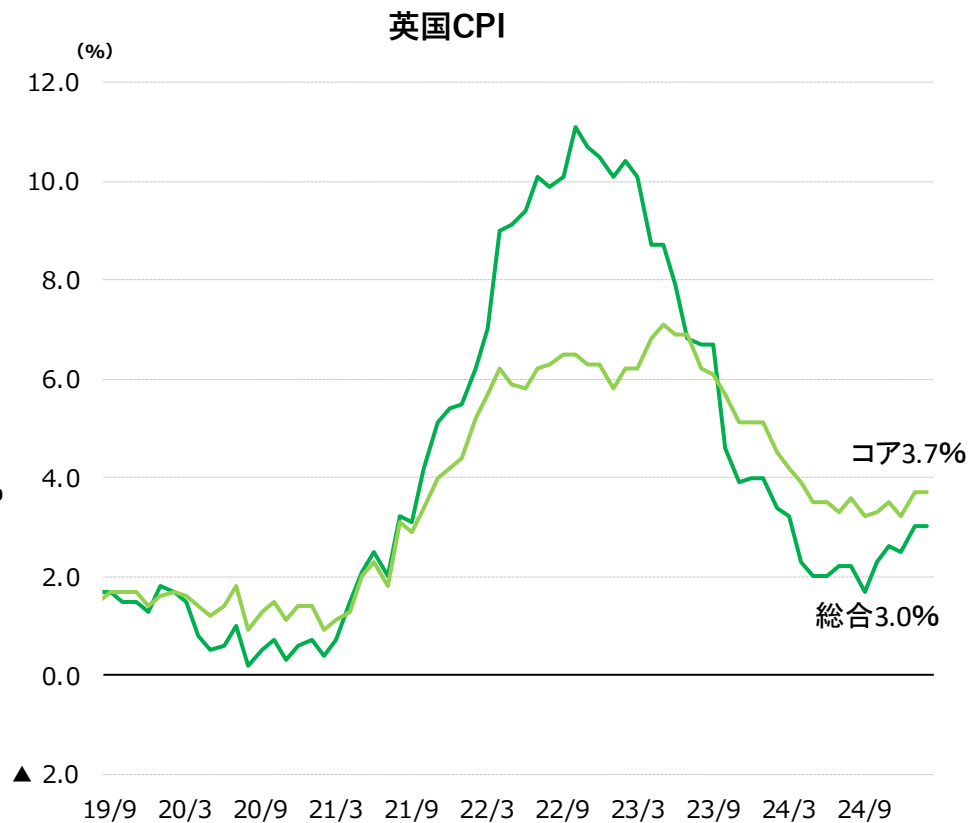
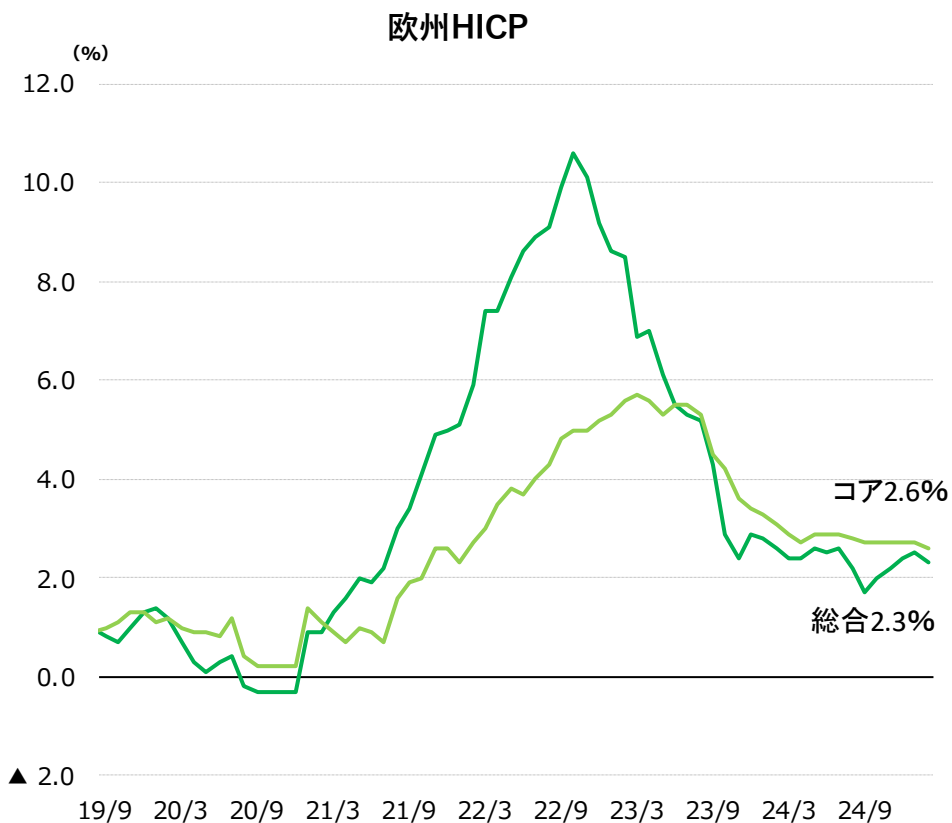
サービス業PMI



欧州・英国インフレ率

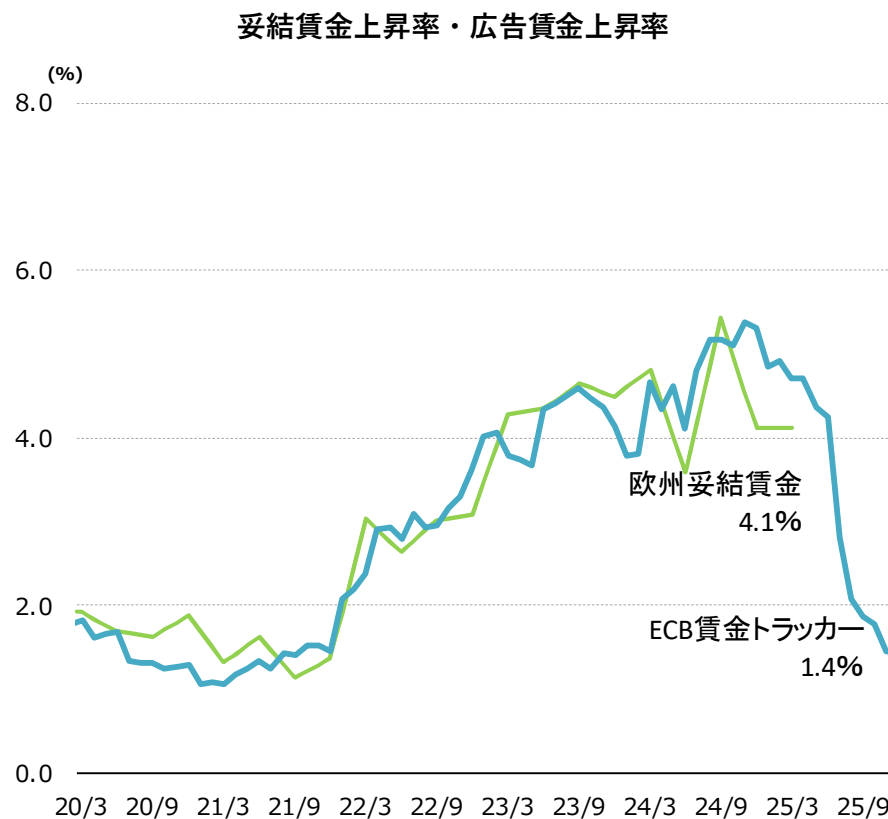
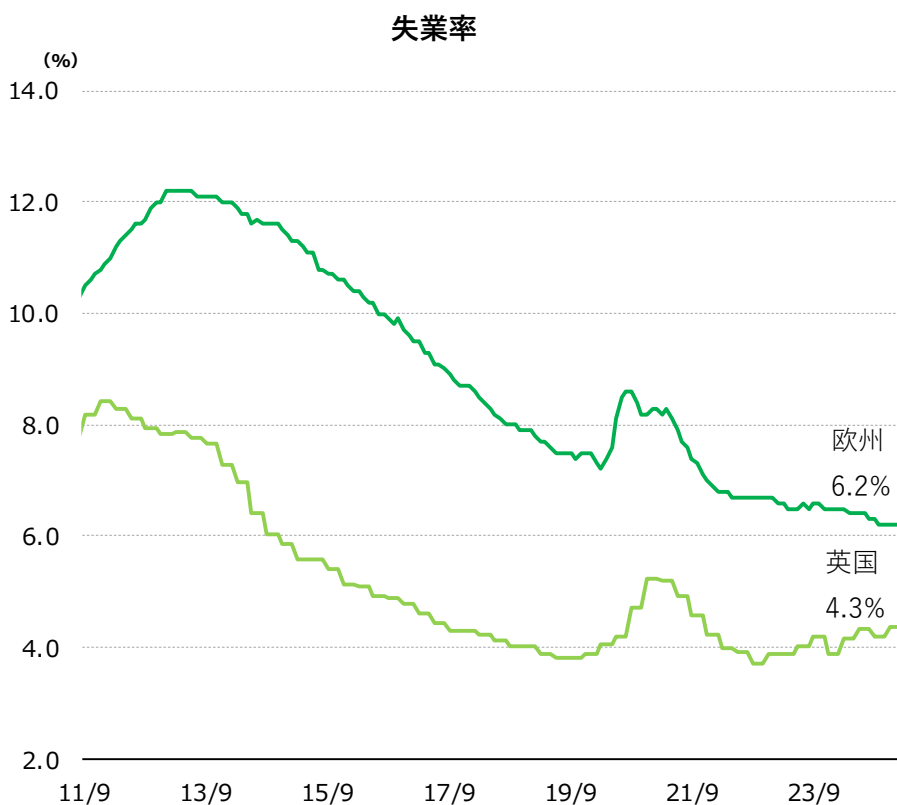


- ▶ 欧州のインフレ率は横ばい推移、英国は上昇基調
- ▶ 欧州・英国ともに総合とコアの乖離は縮小





- ▶ 欧州、英国ともに失業率は歴史的な低水準で推移
- ▶ ECBが重視する欧州妥結賃金および先行指標は低下トレンド



個別トピック（欧州におけるトランプ関税の状況と影響）



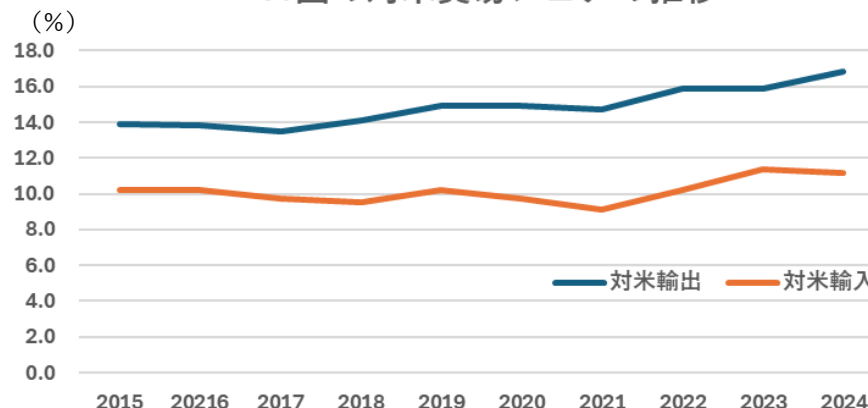
- ▶ トランプ米政権は「相互関税」の導入を検討
- ▶ 今後の欧州経済に与える影響に注意

関税を巡る動向

2/13	トランプ大統領は「相互関税※」の導入を指示する覚書に署名
2/26	トランプ大統領は、EUの輸入品に25%の関税を課す意向を表明
3/12	トランプ大統領は鉄鋼とアルミニウムについて25%の関税措置を発動 →EUは米国製品260億ユーロ相当に報復関税を課す計画を発表
3/14	トランプ政権は鉄鋼・アルミニウムの関税（25%）に加え欧州産アルコール製品に対して報復関税（200%）示唆
3/16	トランプ成金は広範囲にわたる「相互関税」と追加のセクター別関税について、4月2日に発動する方針を表明

※米国製品に対し高い関税をかける国に対して、同水準まで関税を引き上げる措置

ユーロ圏の対米貿易シェアの推移



【今後の注目ポイント】

- ・ 4/2に相互関税が発動される見込み
- ・ 欧州の対米貿易シェアはそれほど高くなく、対米関税だけを対象とした相互関税なら欧州へのマクロ的インパクトは小さいとの見方も

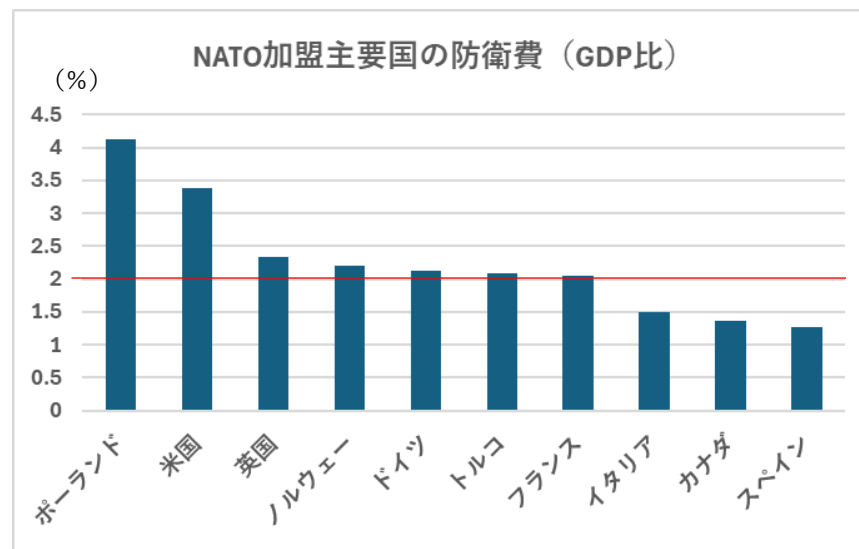
個別トピック（欧州再軍備計画）



- ▶ 欧州委員会は、3/6に特別首脳会議で「ReArm Europe（欧州再軍備計画）」を合意
- ▶ 欧州委員会は、3/19に「欧州防衛白書2030」を公表

欧州防衛白書2030の概要

①	SAFE（Security Action for Europe） 共同防衛プロジェクトへの1,500億ユーロ の融資に係る枠組みの設定
②	National Escape Clauseにより、各国政府 の防衛支出をEU 財政ルール（財政赤字を GDP比3%以下）の枠外とする <u>EU加盟国が防衛支出をGDP比1.5%増額し た場合に想定される追加的な財政支出の規 模は4年間で6,500億ユーロの試算</u>
③	既存EUスキームの柔軟な活用
④	EIB（欧州投資銀行）の活用
⑤	民間資金の活用



【今後のスケジュール】

- ・ 理事会は緊急にSAFEを採択
- ・ EU加盟国は4月末までにNational Escape Clauseを発動
- ・ 夏までにウクライナ支援制度(USI)を含む欧州防衛産業計画(EDIP)の採択

個別トピック（ドイツ財政拡大に係る動向）



- ▶ ドイツの財政政策は緊縮路線から拡大政策に大幅方向転換
- ▶ この計画によりドイツの国債発行額は大幅に増加か

財政パッケージのポイント （ドイツ連邦議会（下院）で可決）

- ① 対GDP比1%（約4,500億ユーロ）を超える防衛・安全保障関連の支出は「債務ブレーキ※」の対象外に
- ② 12年間で5,000億ユーロをインフラ整備に投資し、そのうち1,000億ユーロは気候関連プロジェクトに
- ③ 州政府の財政赤字の上限を対GDP比0.35%（約1,600億ユーロ）とする

※ 憲法で定められた、政府債務をGDPの0.35%未満に抑える財政規律ルール

ドイツ国債10年国債金利



【今後の見通し等】

- ・ 3/21ドイツ連邦議会（上院）で審議
- ・ ドイツ国債は2028年末までに1,500億ユーロ程度追加発行の可能性

各機関の欧州経済見通し



- ▶ 今後3年間で経済成長は緩やかに回復見込み
- ▶ インフレ率は2026年以降2.0%に到達か

GDP成長率	2025.12	2026.12	2027.12
ECB	0.9%	1.2%	1.3%
IMF	1.0% (+0.2%)	1.4% (+0.2%)	-
OECD	1.0%	1.2%	-
市場予想	0.9% (+0.2%)	1.2% (-0.1%)	1.4%

失業率	2025.12	2026.12	2027.12
ECB	6.3%	6.3%	6.2%
IMF	6.6%	6.4%	-
OECD	-	-	-
市場予想	6.4% (-0.1%)	6.4% (-0.1%)	6.3% (-0.1%)

インフレ	2025.12	2026.12	2027.12
ECB	2.3%	1.9%	2.0%
IMF	2.4%	2.0%	-
OECD	2.2%	2.0%	-
市場予想	2.2% (-0.2%)	1.9% (-0.2%)	2.0%

コアインフレ	2025.12	2026.12	2027.12
ECB	2.2%	2.0%	1.9%
IMF	-	-	-
OECD	2.2%	2.0%	-
市場予想	2.3% (-0.5%)	2.0% (-0.2%)	2.1%

※公表時期 OECD：2025年3月、ECB：2025年3月、IMF:2025年1月（成長率）・2024年4月（その他）



-
1. 足元の金融市場について
 - 2. ECBの金融政策について**
 3. 欧州金融機関2024年度決算について



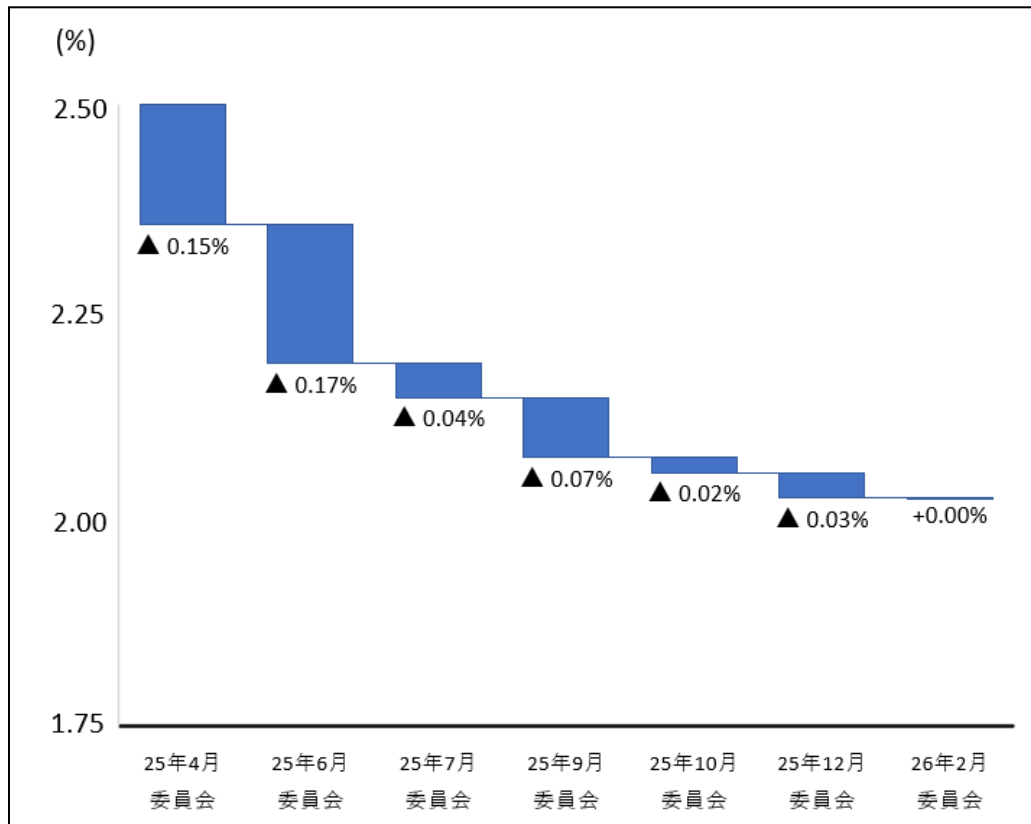
金融政策ツール	実施内容
政策金利	<ul style="list-style-type: none"> ・ 限界貸出ファシリティ金利 : 2.90% ・ 主要リファイナンスオペ金利 : 2.65% ・ 預金ファシリティ金利 : 2.50% ・ 最低準備預金への付利 : 0.00%
資産購入プログラム (APP)	<ul style="list-style-type: none"> ・ APP元本償還再投資は完全停止 (残高約26,129億ユーロ (2025年2月末時点))
パンデミック金融購入プログラム (PEPP)	<ul style="list-style-type: none"> ・ PEPP元本償還再投資は完全停止 (残高約15,756億ユーロ (2025年2月末時点))
資金供給オペ (TLTRO等)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 流動性施策の金融政策に関する影響を定期評価 ・ TLTROの実施なし (残高約249億ユーロ (2025年2月末時点))
債券市場分断化防止措置 (TPI)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 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

ECBの利下げ見通し



- ▶ 市場の年内の利下げ織り込み幅は0.50%（2回）程度で推移
- ▶ 3月理事会で声明文は「金融政策は有意に引締めの的とは言えなくなっている」に変更
- ▶ 会見でラガルド総裁は「データが示せば一時停止する」と利下げ中断の可能性に言及

市場でのECB利下げ織り込み状況



- ・ ECBは特定の金利の道筋について、事前に約束せず、データを基に決定する
- ・ データが示唆するなら、ECBは利下げを休止する
(ラガルド総裁(中立派)、3/6)

直近のECB高官発言



- ▶ ECB高官は政策金利が既に中立水準に達したと見るタカ派的スタンスと欧州経済を懸念し追加利下げの必要性を示唆するハト派的なスタンスに二極化

- ・インフレ率が予想以上に2%を上回る状態が長引くリスクは、2%を継続的に下回るリスクよりも高い。
- ・われわれの政策が景気抑制的だともはや自信を持って言うことはできない。(3/9)

(シュナーベル理事(タカ派))



- ・欧州経済について非常に懸念している。
- ・欧州では投資がかなり抑制されており民間部門の投資が2023年の水準に戻るには4年、住宅投資に関しては6年かかるだろう。
- ・関税は消費と生産の両方に課せられる税金であり、税金が経済に非常に明確な影響を及ぼすことは明らかだ。(3/7)

(センチノ・ポルトガル中銀総裁(ハト派))

ECB理事会メンバー一覧①



▶ ・ ECB執行部（投票権毎回あり）の立場は中立派が多数

	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	中立
	レーン理事 (エコノミスト)	2027年5月	アイルランド	中立
	シュナーベル理事	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



▶ 理事会メンバーは全体的にタカ派が優勢

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		
			4月	6月	7月
ナーゲル	ドイツ	タカ	○	○	○
ビルロワドガロー	フランス	ハト	○	○	
パネッタ	イタリア	ハト	○	○	○
エスクリバ	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		
			4月	6月	7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		○	○
レーン	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	中立	○	○	
ストゥルナス	ギリシャ	ハト	○	○	○
パツァリデス	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	○	○	○

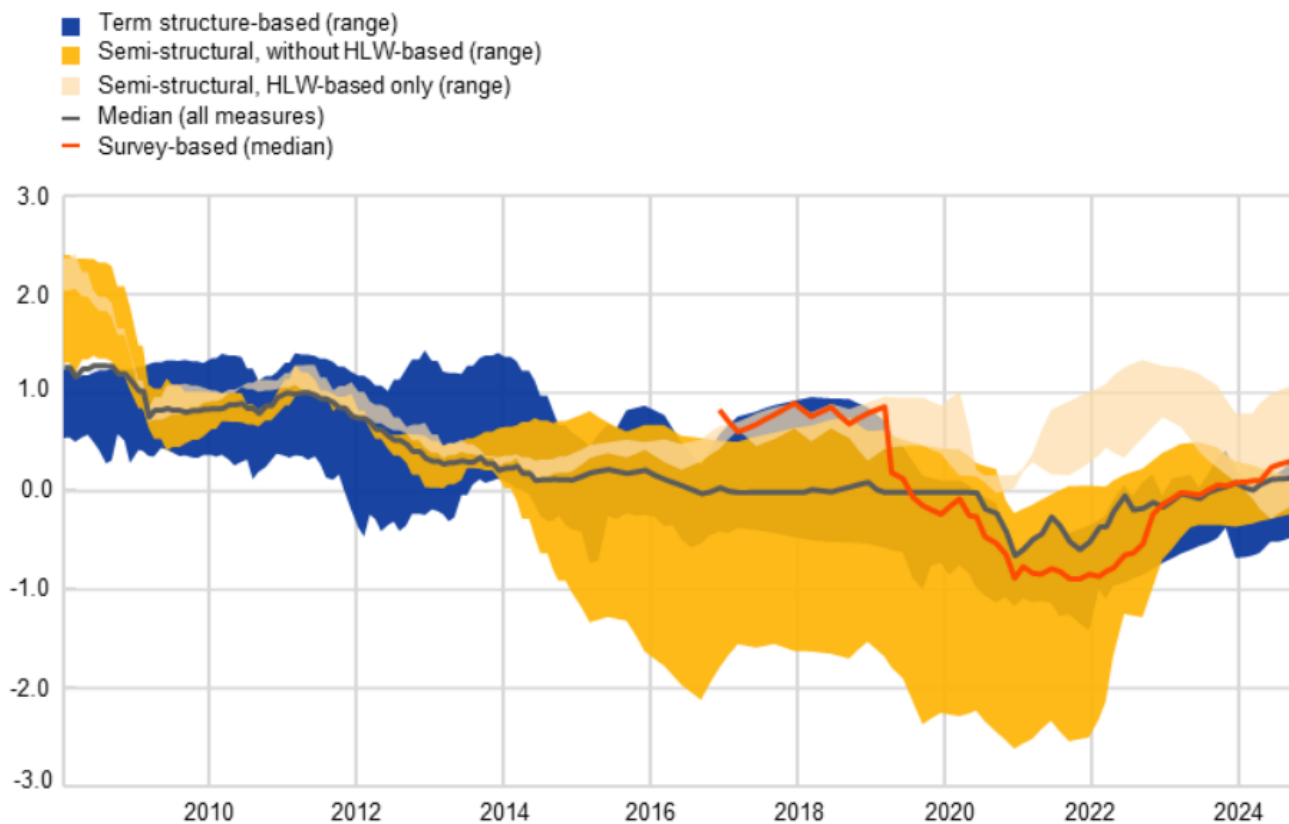
ユーロ圏の中立金利



- ▶ ECB高官からは現在の金利水準が中立水準に近づいているとのコメントも
- ▶ 直近公表されたECBのレポートによると、名目中立金利の推計値は1.75%~2.25%

Real natural rates of interest in the euro area

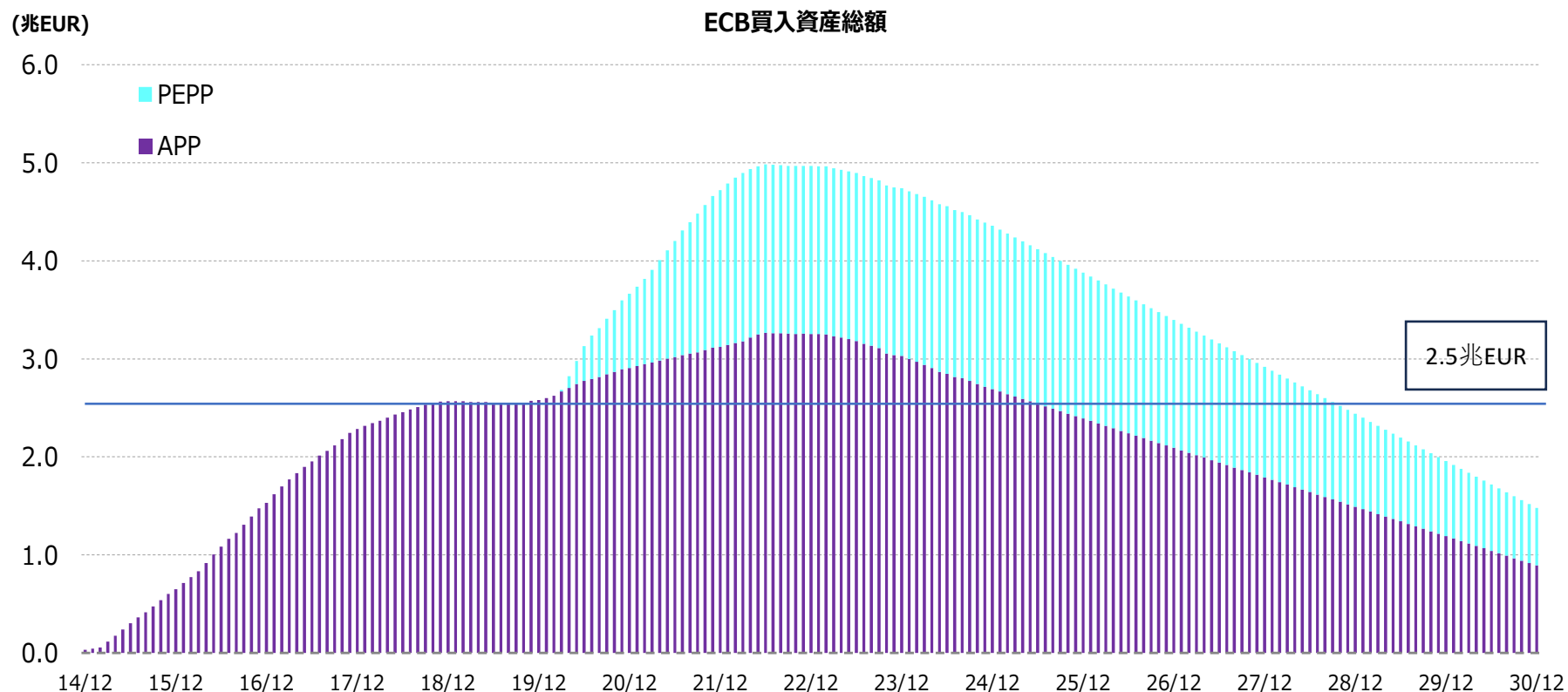
(percentages per annum)



ECBのバランスシート



- ▶ 仮に現状ペースでQTが進行した場合、コロナ前の水準に達するのは2028年末頃
- ▶ バランスシート縮小政策は今後数年は継続が見込まれる



(APPは250億EUR/月償還、PEPPIは2024年7月から75億/月、2025年から150億EUR/月償還再停止見込)

ECB政策金利見通し



- ▶ トランプ関税の影響等を考慮し4月は利下げをスキップし、次回利下げは6月か
- ▶ その後は関税や防衛支出拡張等の進捗を見ながら、当面、金利据え置きを見込む

	2025.3	2025.6	2025.9	2025.12	2026.3	2026.6
当社	2.50%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%
A社 (日系)	2.50%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%
B社 (米系)	2.50%	2.00%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
C社 (英系)	2.50%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%
D社 (仏系)	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
市場※	2.40%	2.13%	2.02%	1.98%	2.02%	2.02%

※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



- ▶ 利下げにより2025年にかけて緩やかに低下後、景気回復を先取りしやや上昇か
- ▶ 財政拡張に伴う発行増等の国債需給への影響には留意が必要

	2025.3	2025.6	2025.9	2025.12	2026.3	2026.6
当社	2.70%	2.60%	2.50%	2.50%	2.60%	2.80%
A社 (日系)	2.60%	2.20%	2.10%	2.30%	2.40%	2.60%
B社 (米系)	2.80%	2.75%	2.50%	2.60%	2.65%	2.75%
C社 (英系)	2.80%	2.60%	2.40%	2.20%	2.15%	2.10%
D社 (仏系)	2.40%	2.90%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
市場	2.88%	2.91%	2.95%	2.99%	3.02%	3.06%

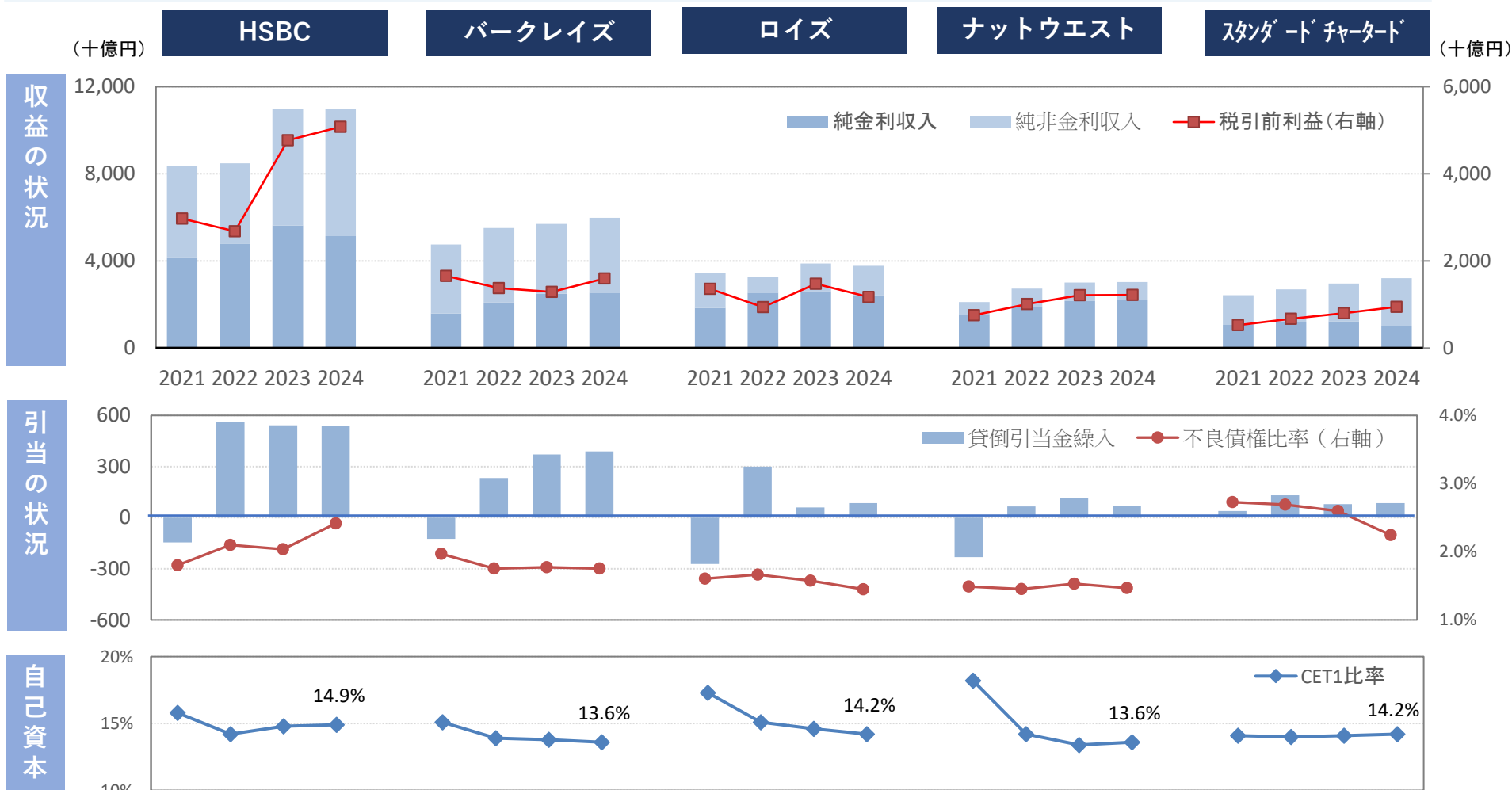


-
1. 足元の金融市場について
 2. ECBの金融政策について
 - 3. 欧州金融機関2024年度決算について**

欧州大手金融機関の2024年度決算（英国）



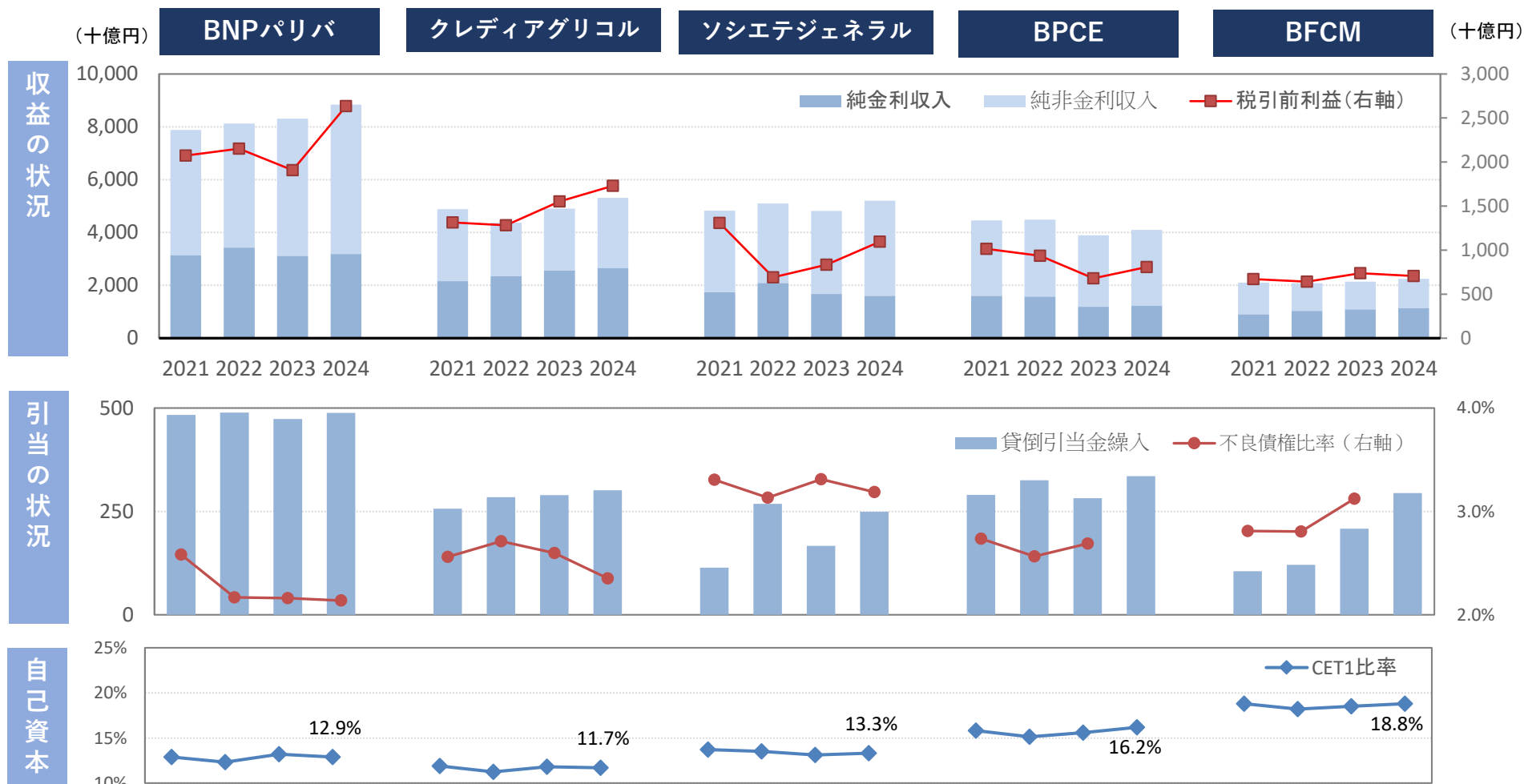
- ▶ 各行ともに純収入および税引前利益は概ね横ばい
- ▶ 不良債権比率はHSBCのみ中国向け不良債権増加により上昇基調



欧州大手金融機関の2024年度決算（フランス）



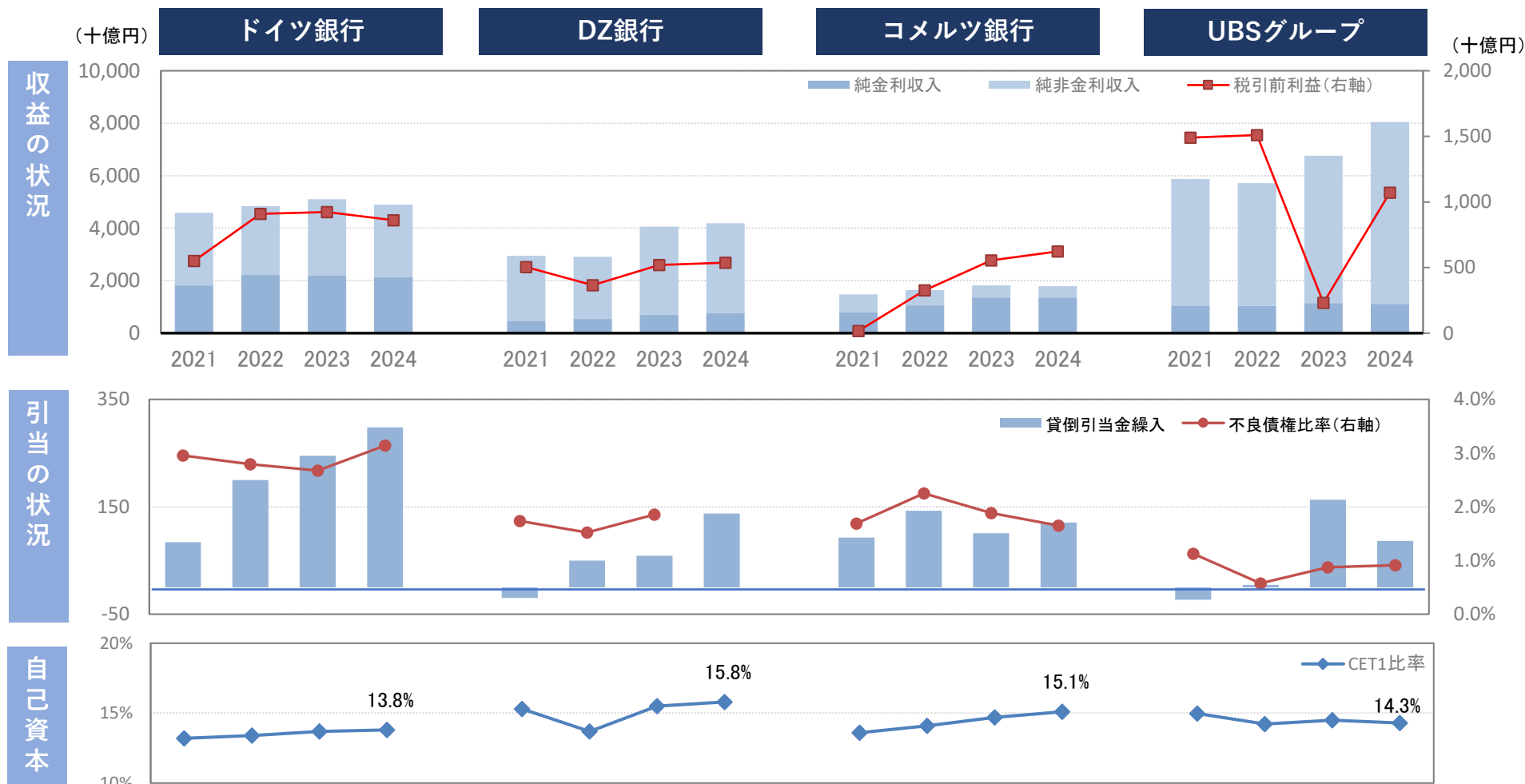
- ▶ フランス大手銀はBFCMを除き増収増益を確保
- ▶ 財政改善策を巡る政局混乱に伴うフランス政府の銀行サポート能力低下に留意



欧州大手金融機関の2024年度決算（ドイツ、スイス）



- ▶ ドイツ銀行は訴訟引当金繰入と事業再編費用等一過性の費用を計上し減益
- ▶ UBSグループは前期に計上した「負ののれん償却益」を除くベースで増益



(出所) Bloomberg、各行公表資料より当社作成

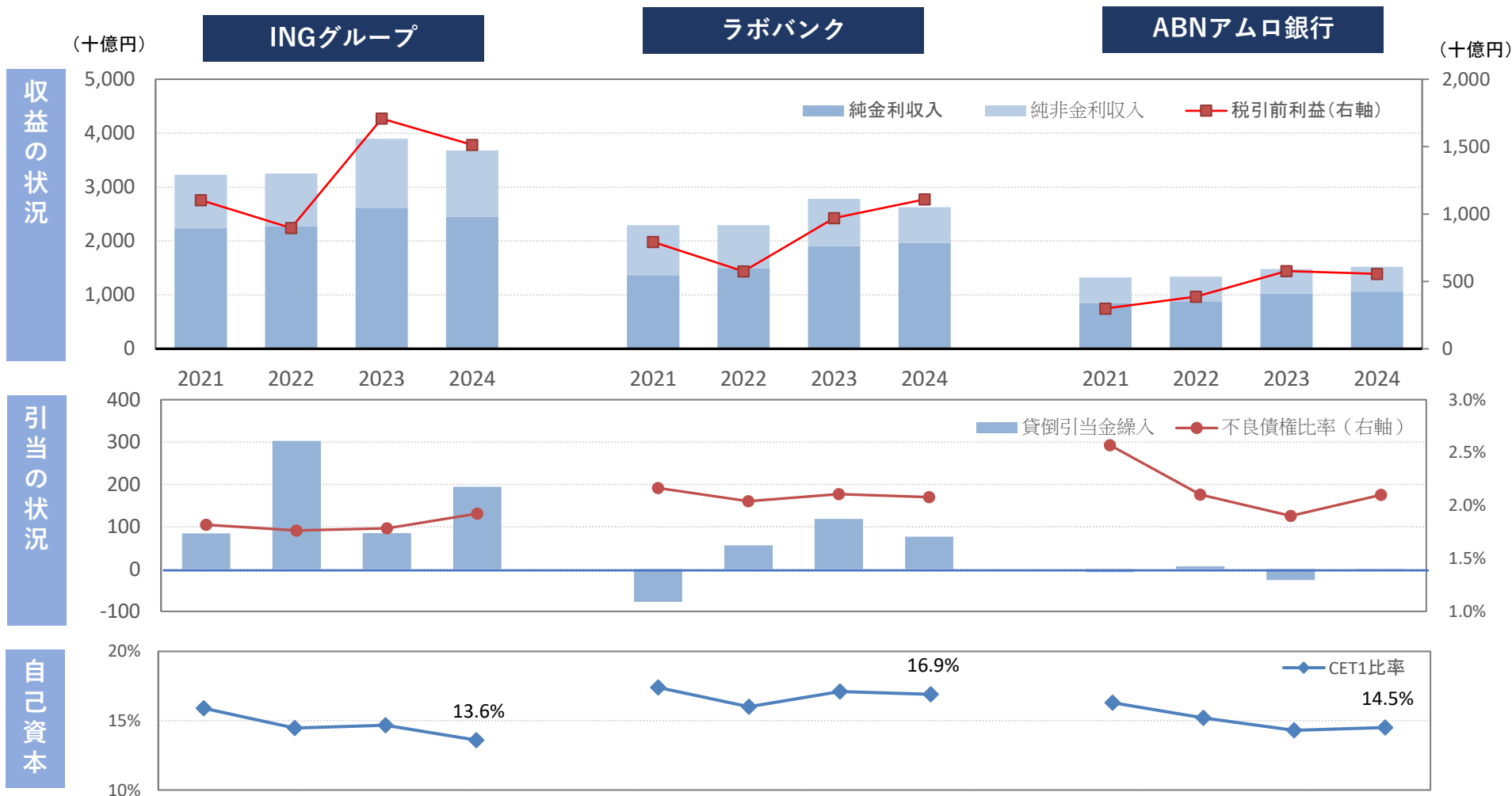
※JPY/EUR = 162.78、JPY/USD = 157.2 27

※UBSグループの2023年度の税引前利益は合併に伴う「負ののれん償却益」を除くベース、DZ銀行はセミナー時点で2024年の不良債権比率未公表

欧州大手金融機関の2024年度決算（オランダ）



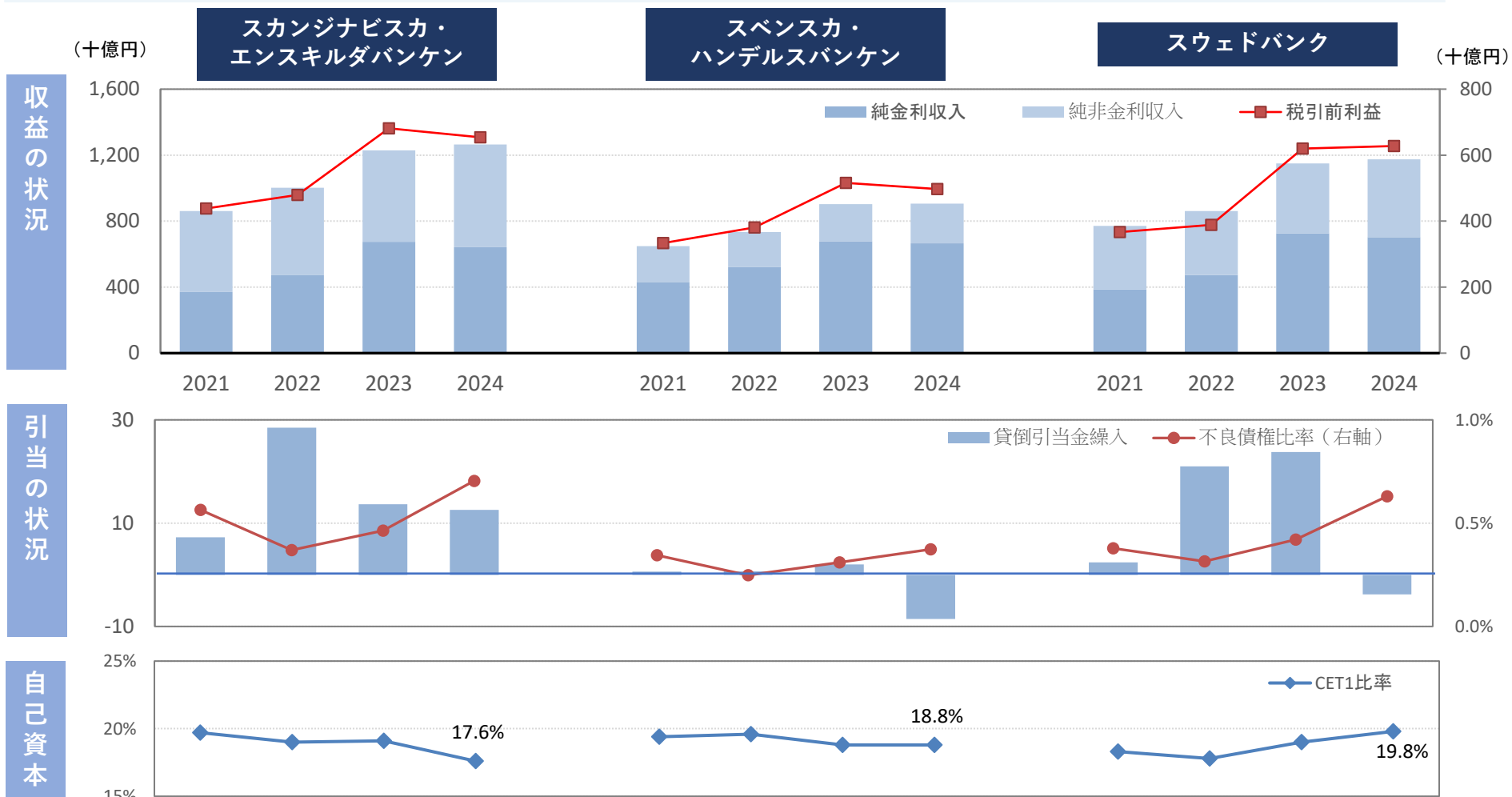
- ▶ 各行ともに純収入および税引前利益は概ね横ばい
- ▶ 引当金および不良債権比率は低位安定



欧州大手金融機関の2024年度決算（スウェーデン）



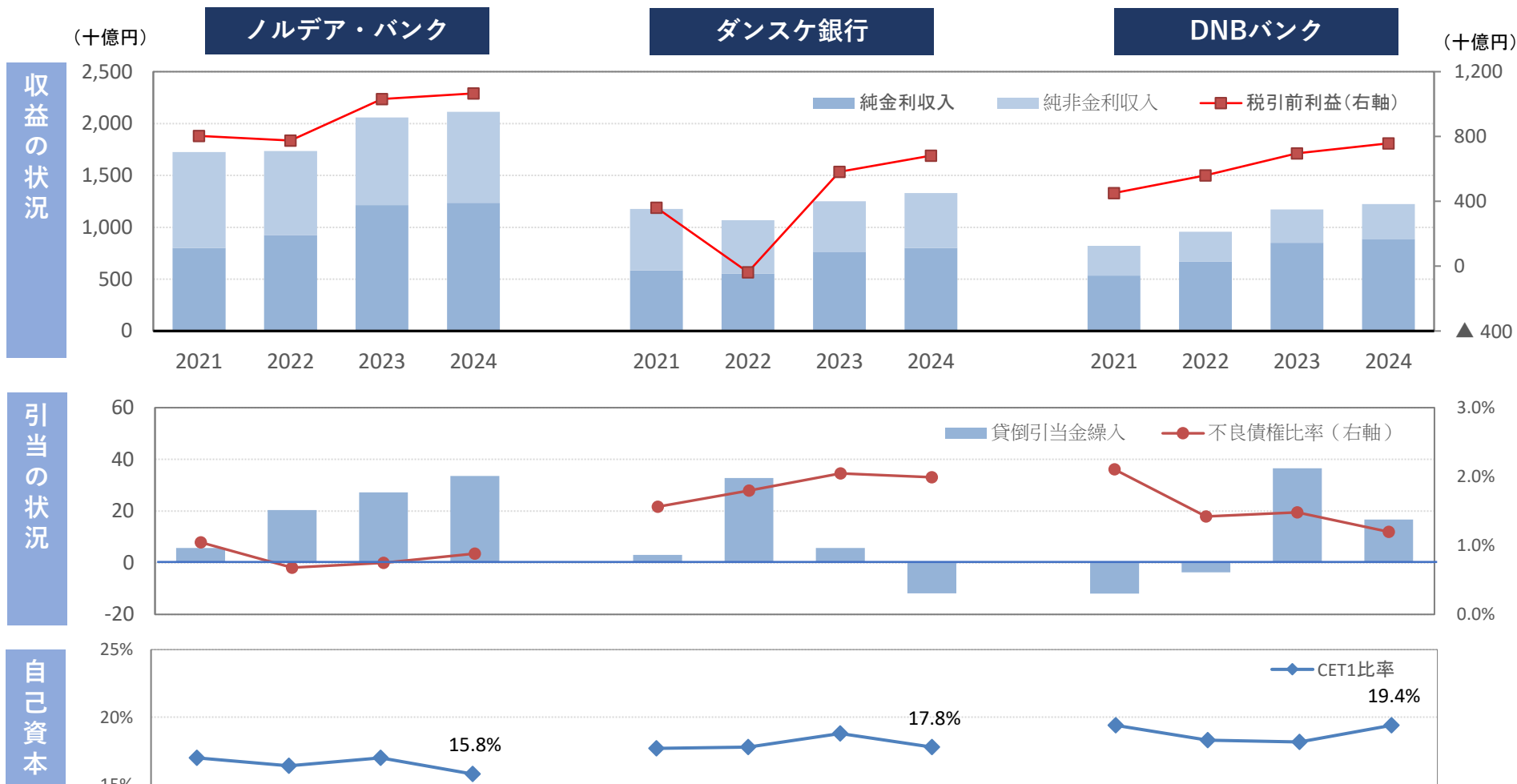
- ▶ 各行ともに純収入および税引前利益は概ね横ばい
- ▶ 不良債権比率は小幅に上昇も水準は低位



欧州大手金融機関の2024年度決算 (フィンランド、デンマーク、ノルウェー)



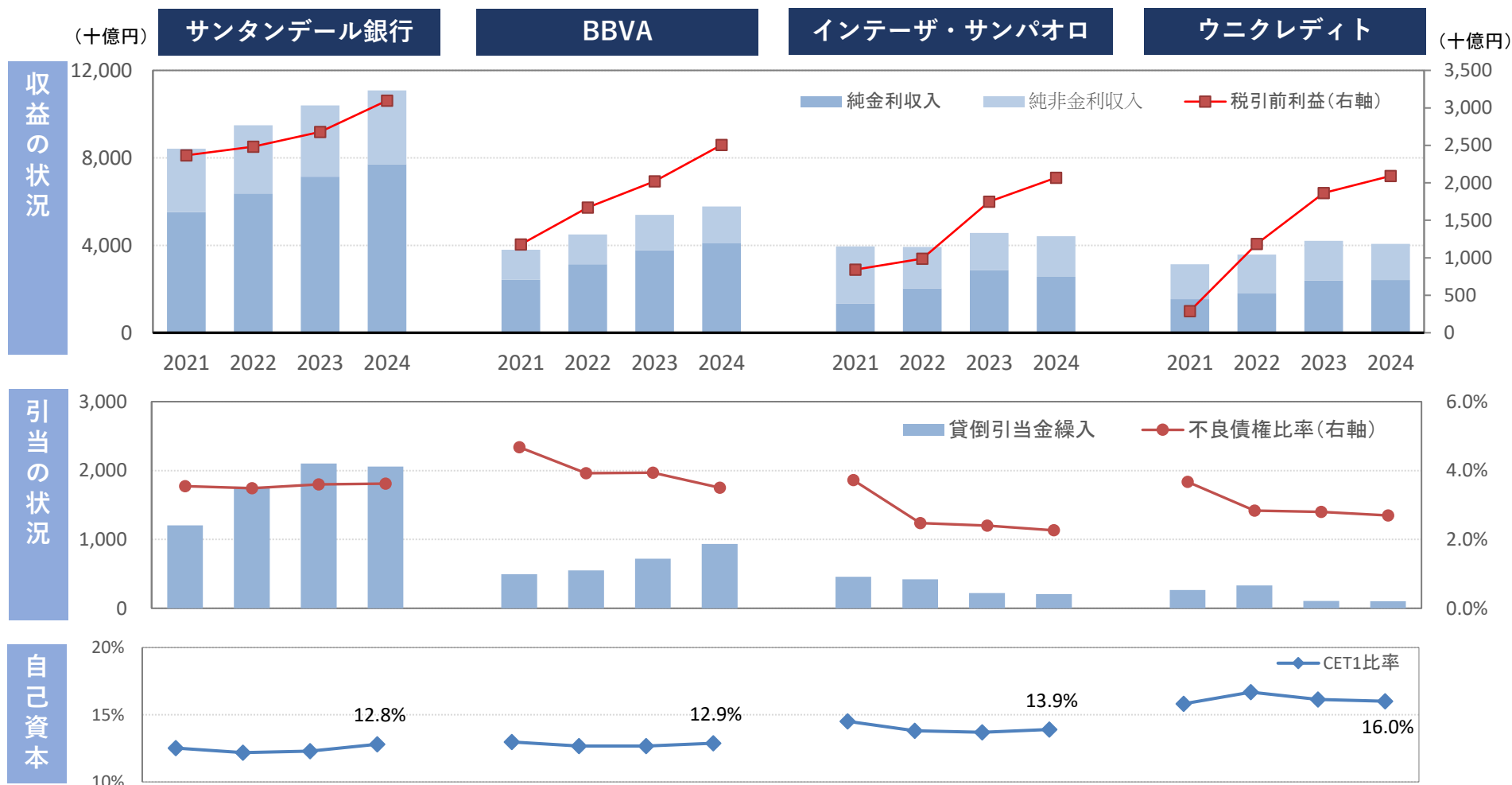
- ▶ 各行ともに増収増益を確保
- ▶ 不良債権比率は低水準で安定推移



欧州大手金融機関の2024年度決算（スペイン、イタリア）



- ▶ 利鞘の拡大や貸出残高増加による純金利収入の増加等により各行ともに増益
- ▶ 不良債権比率は他国対比やや高いが安定的に推移



ご連絡先（日本語対応可）



[営業担当]

- ・ 福元 健太 (kenta.fukumoto@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	: https://sil-uk.net
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	: information@shinkin.co.uk

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。