

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 －

2025年6月25日



信金インターナショナル



1. 足元の金融市場について

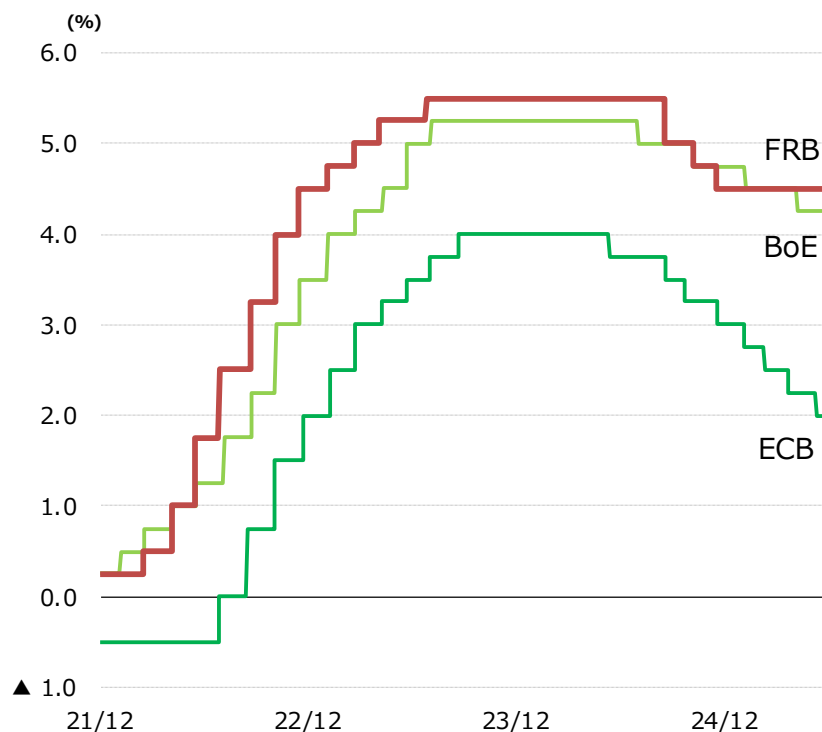
2. 個別トピック

3. ECBの金融政策について

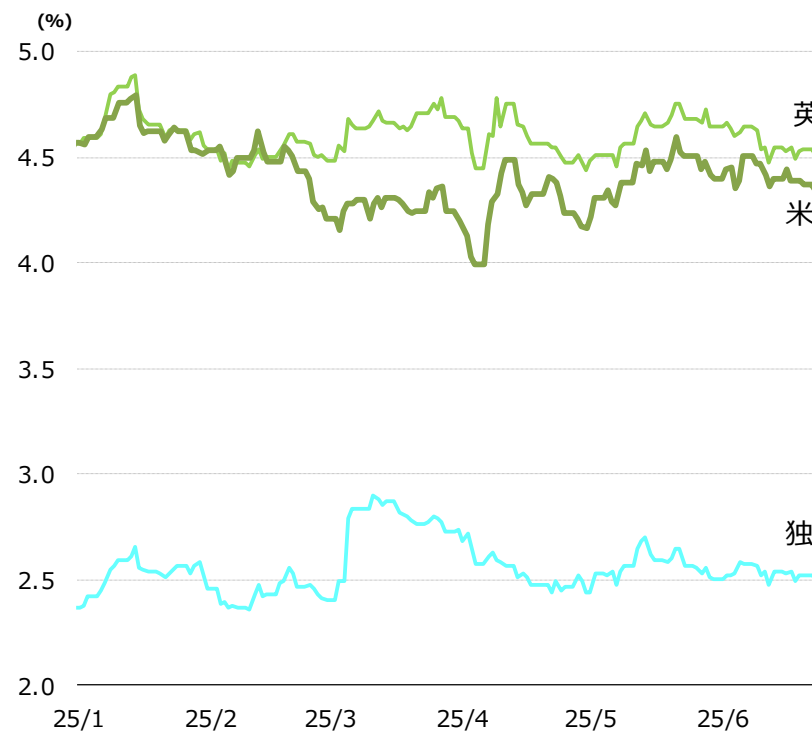


- ▶ ECBの利下げは最終局面へ。インフレ再燃懸念からBOEは緩やかに利下げを継続
- ▶ 財政拡張に向けた動きから上昇していたドイツ国債金利の上昇一服

主要政策金利



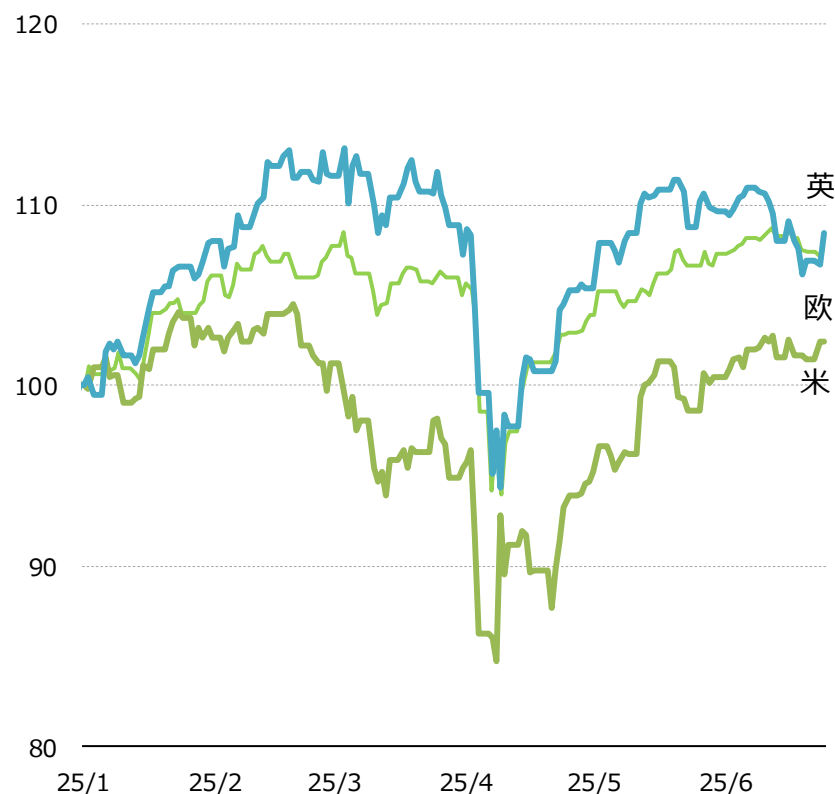
主要10年国債金利



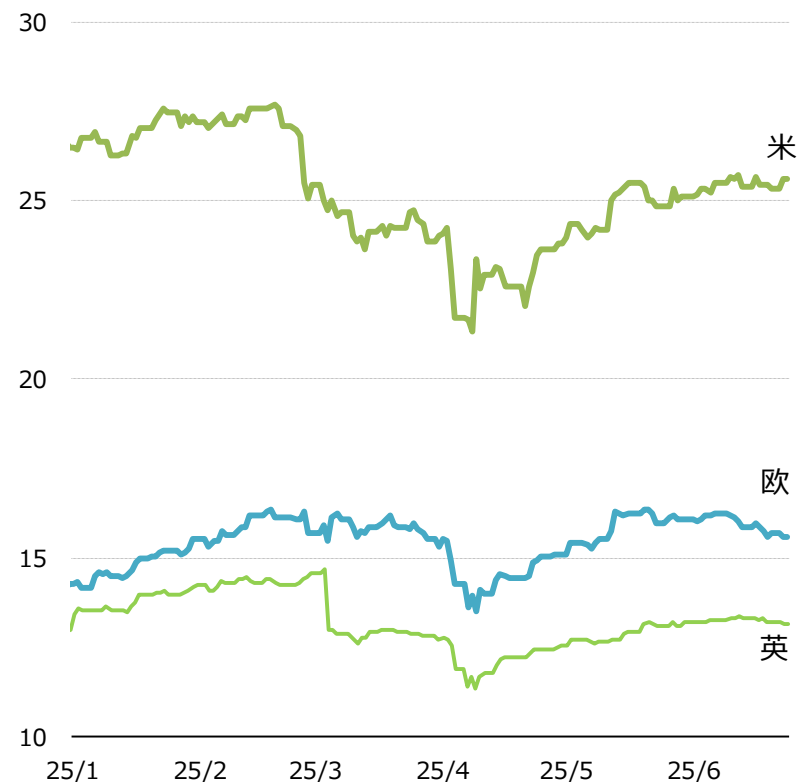


- ▶ トランプ関税の報道を受けた大幅下落から急反発
- ▶ 欧州・英国株は直近上昇傾向だが、米国と比較すると予想PERは低位での推移が継続

主要株価指数（2024年末=100）



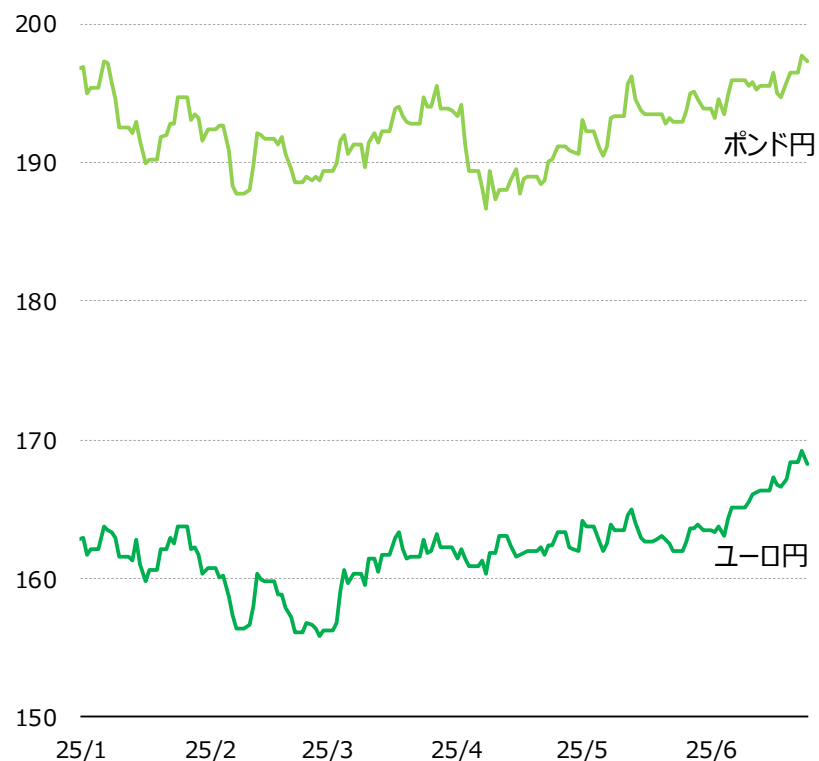
株価指数予想PER



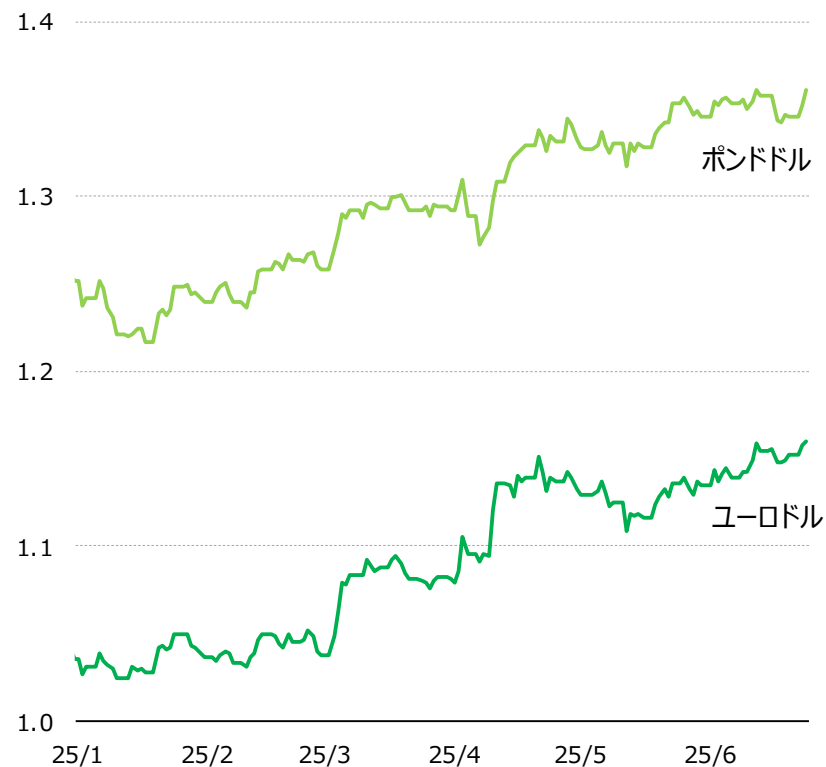


- ▶ 日銀利上げを契機に対JPYは円安トレンドが一服し、レンジ内での推移
- ▶ 対USDについては、トランプ関税政策の不透明感から「ドルー強」の流れが修正

対JPY為替レート



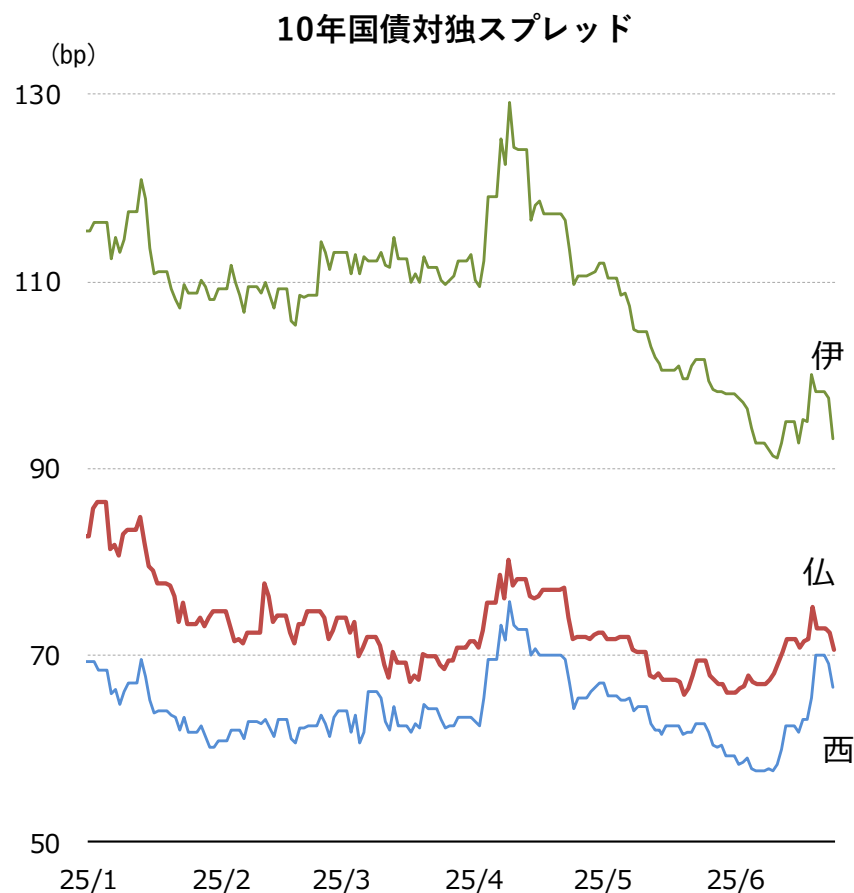
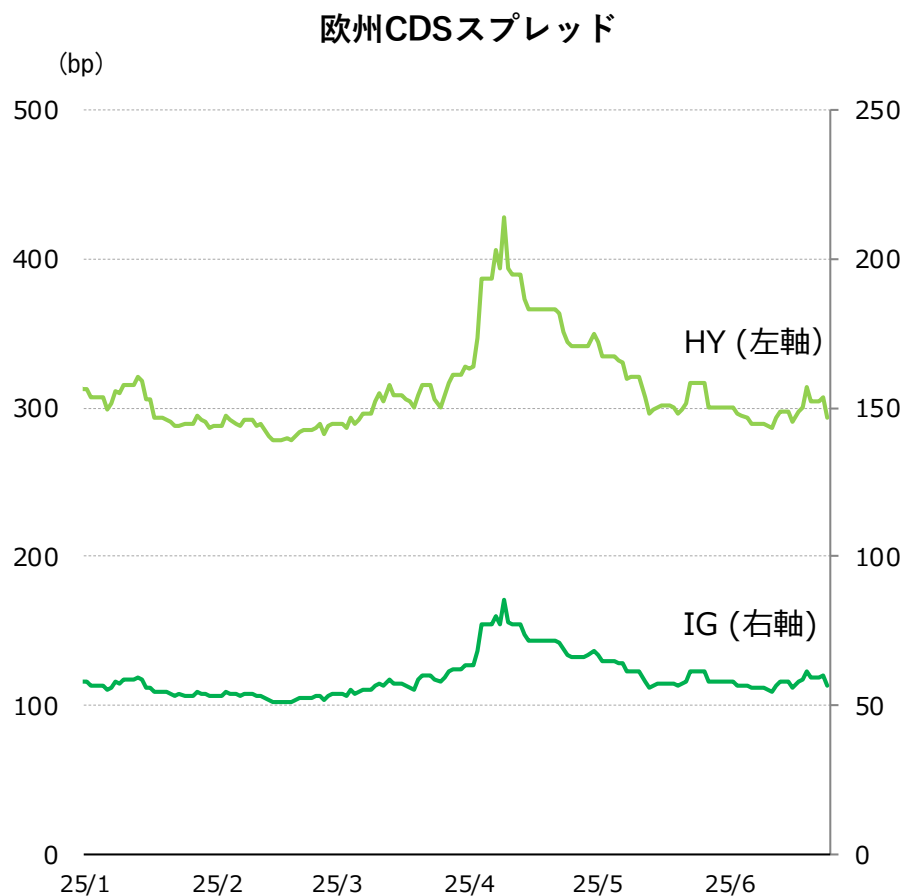
対USD為替レート



クレジット市場



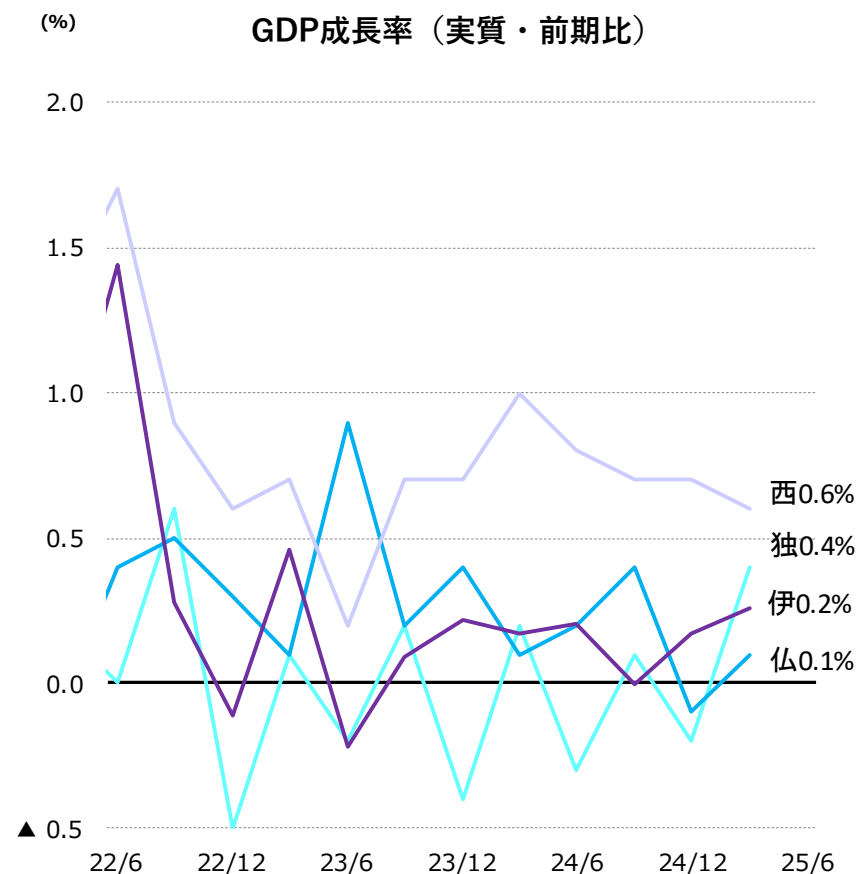
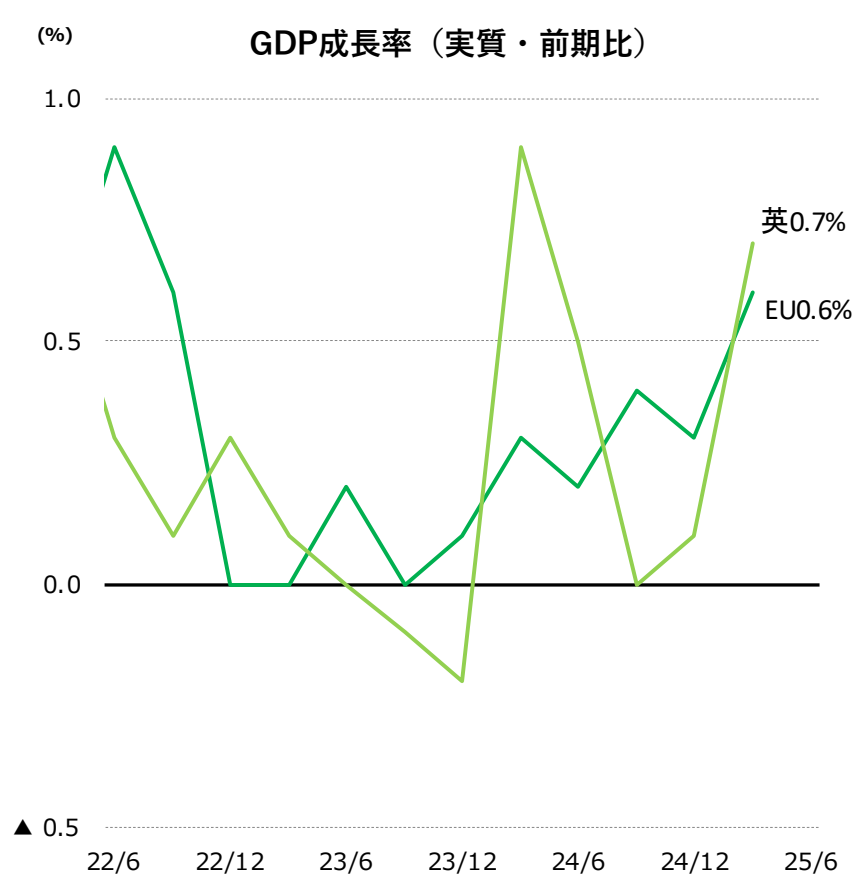
- ▶ CDSはトランプ関税のヘッドラインを受け一時ワイドニングもすぐにタイトニングへ
- ▶ 各国の対独スプレッドはタイトニング基調であったが、足元は中東情勢悪化等で反発



景気動向



- ▶ 関税発動前の駆け込みにより直近で英国、ユーロ圏のGDPが共に上昇
- ▶ 軟調だったドイツのGDPも足許上昇に転じているが、同要因剥落で第2四半期は低下か

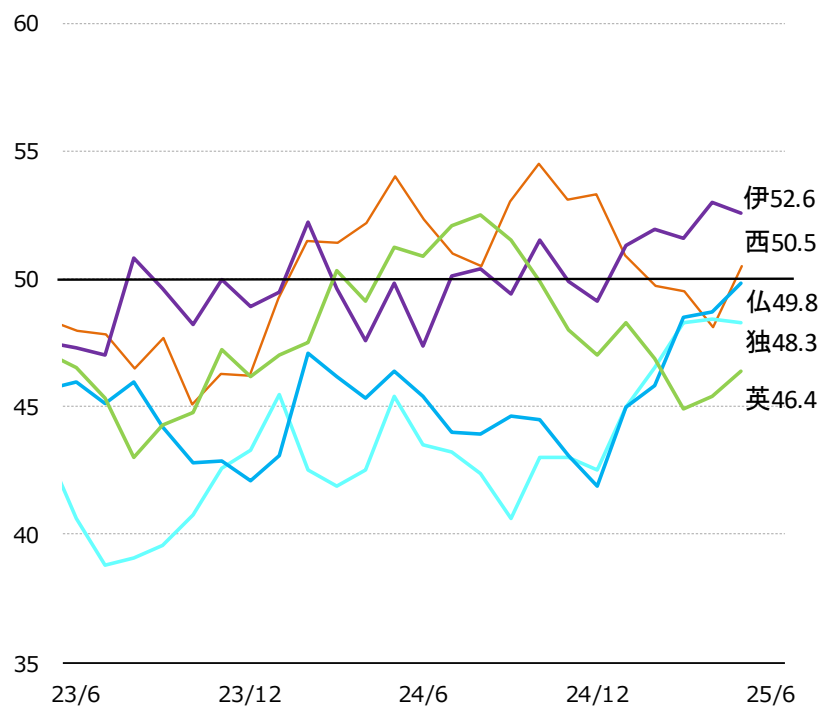


景気先行指標

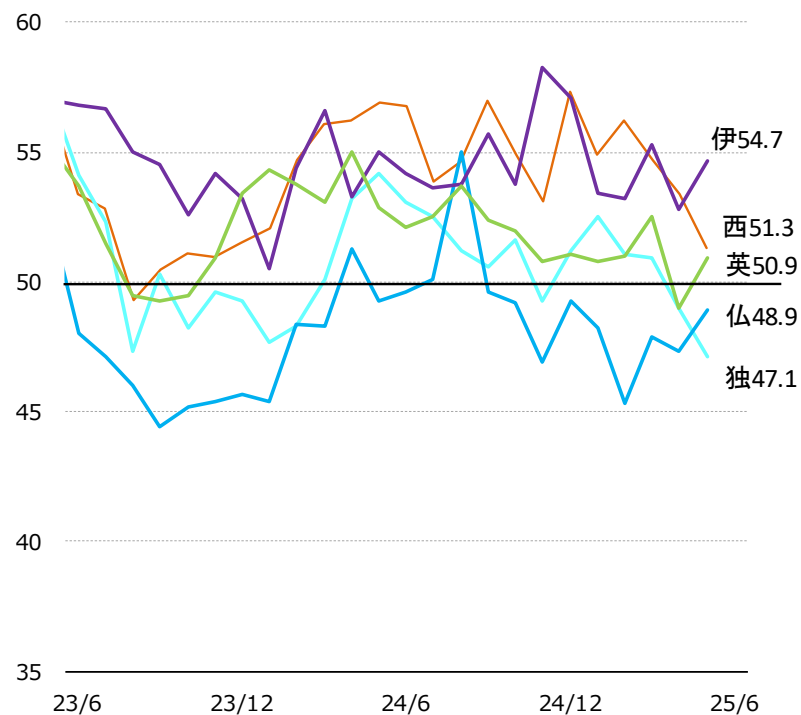


- ▶ 製造業は、受注の前倒し等を背景に全体的に堅調に推移
- ▶ サービス業は、直近まで好調だったスペインに減速の兆し

製造業PMI



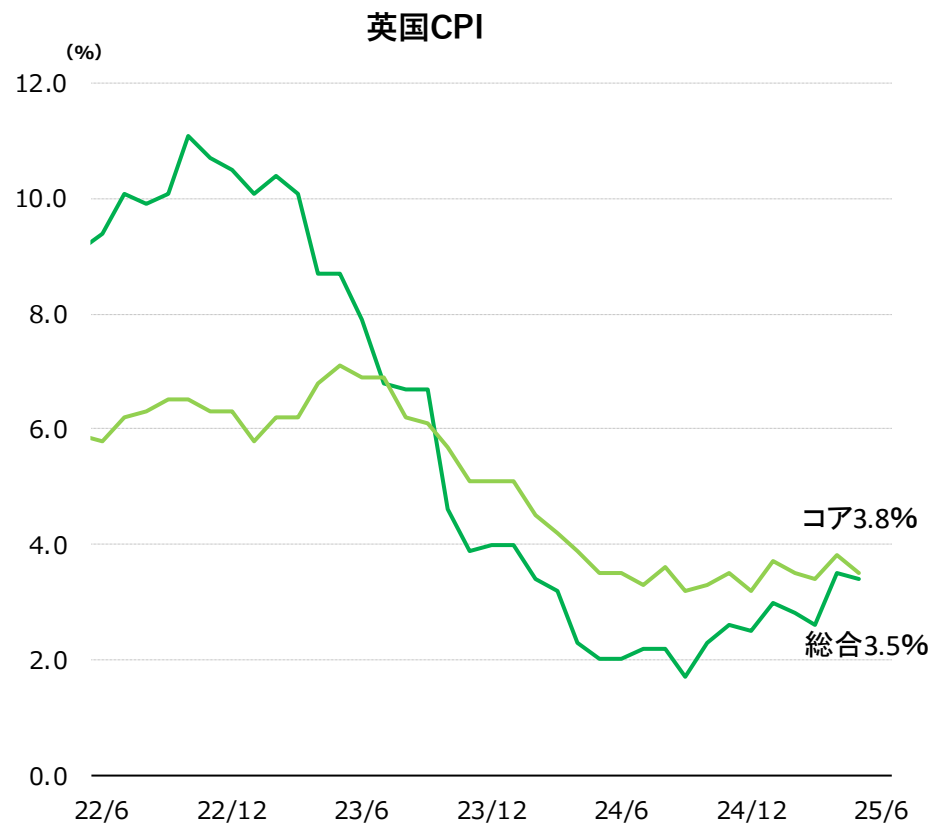
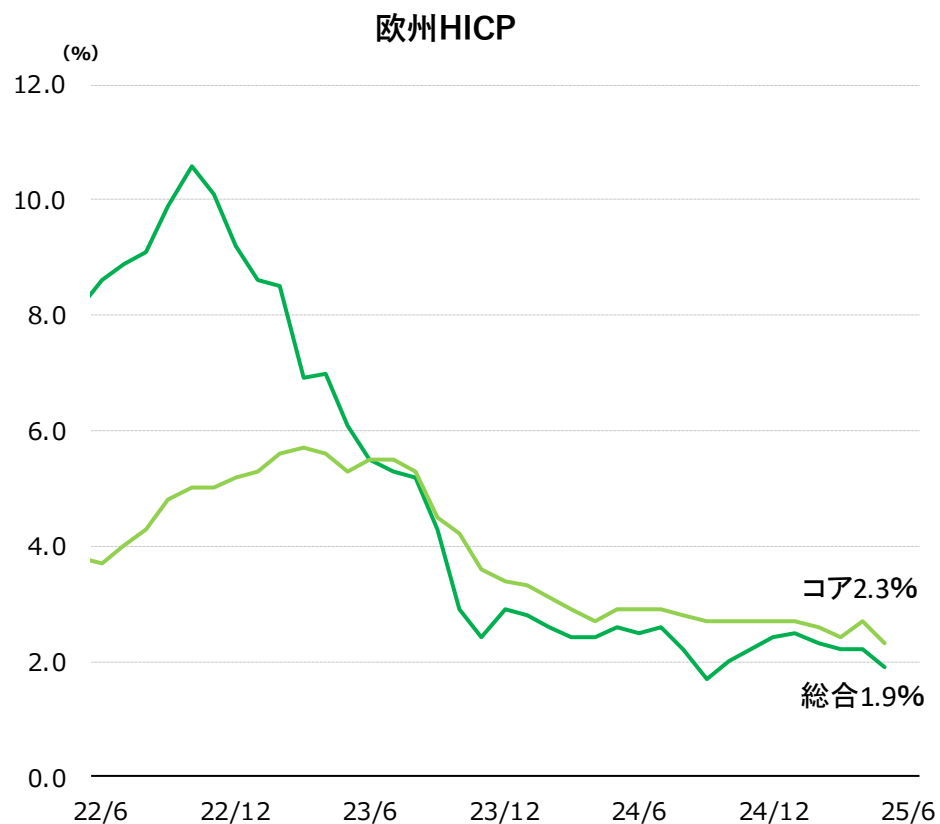
サービス業PMI



欧州・英国インフレ率

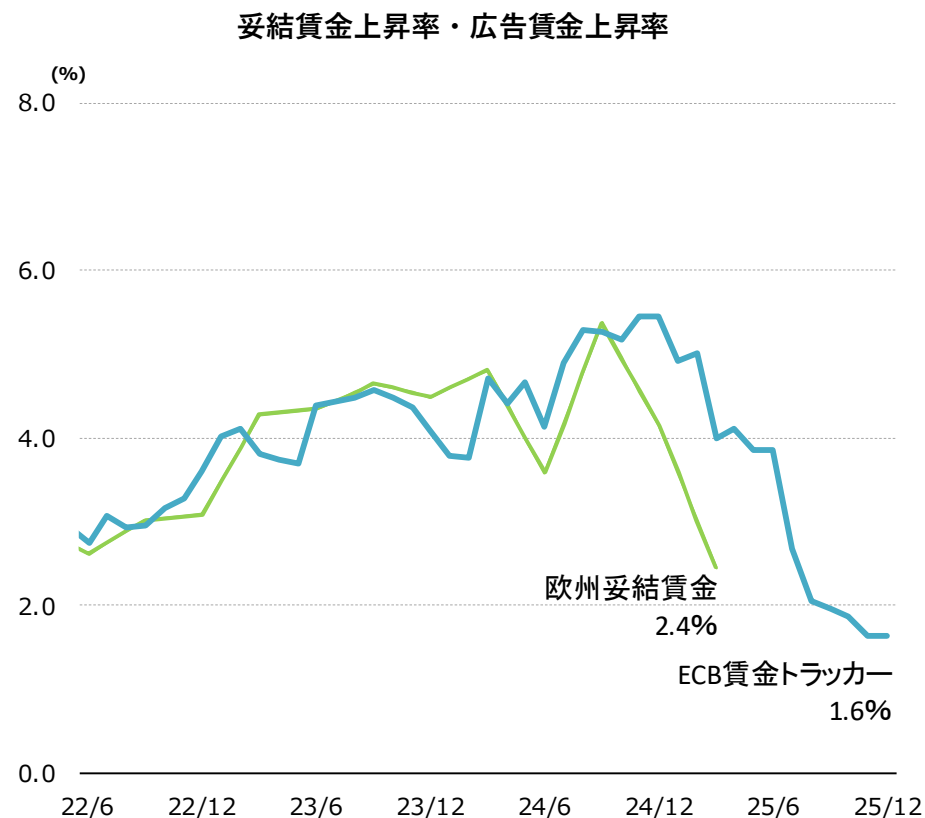
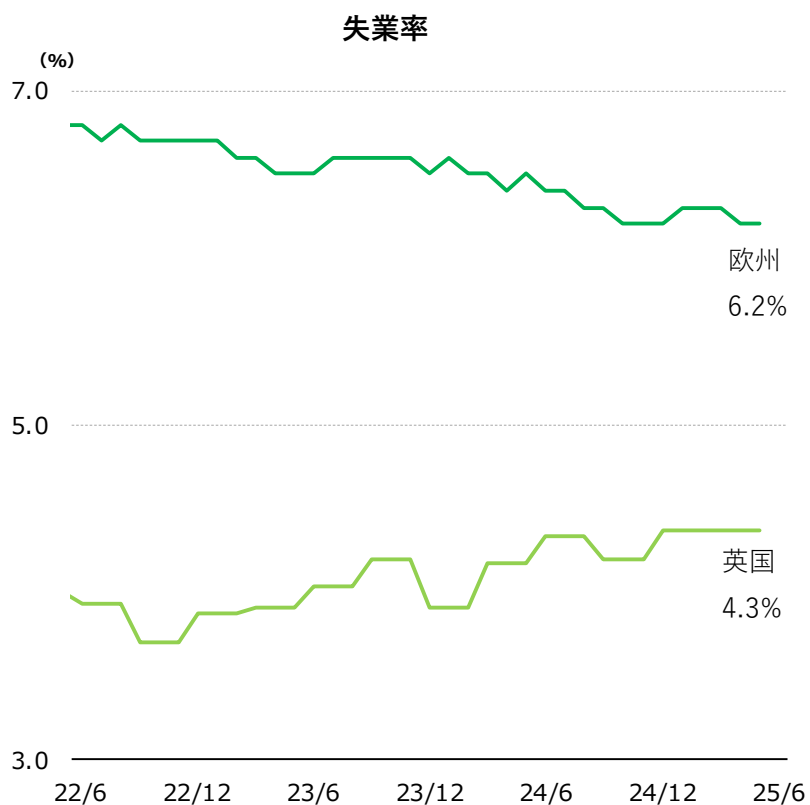


- ▶ 欧州のインフレ率は低下基調であるが、英国は足元で上昇基調へ
- ▶ 欧州・英国ともに総合とコアの乖離は縮小





- ▶ 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が継続





- ▶ ECBは関税政策のシナリオ別に経済見通しを公表
- ▶ メインシナリオにおいて、コアインフレは2026年にインフレ目標2.0%を割り込む

【ECBのシナリオ別経済見通し】

		2024	2025	2026	2027
①	GDP成長率	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%
	インフレ率	2.4%	2.0%	1.6%	2.0%
	コアインフレ率	2.8%	2.4%	1.9%	1.9%
②	GDP成長率	0.8%	1.2%	1.5%	1.4%
	インフレ率	2.4%	2.0%	1.7%	2.1%
③	GDP成長率	0.8%	0.5%	0.7%	1.1%
	インフレ率	2.4%	2.0%	1.5%	1.8%

- ①：現在発表されている関税水準で関税政策の影響等不透明性が今後も継続する場合
- ②：米国が関税を撤廃し貿易関連の不透明性が2018年以前と同程度に低下した場合
- ③：米国がさらに関税引き上げ、EUも対抗措置を講じ、不透明性がさらに高まる場合



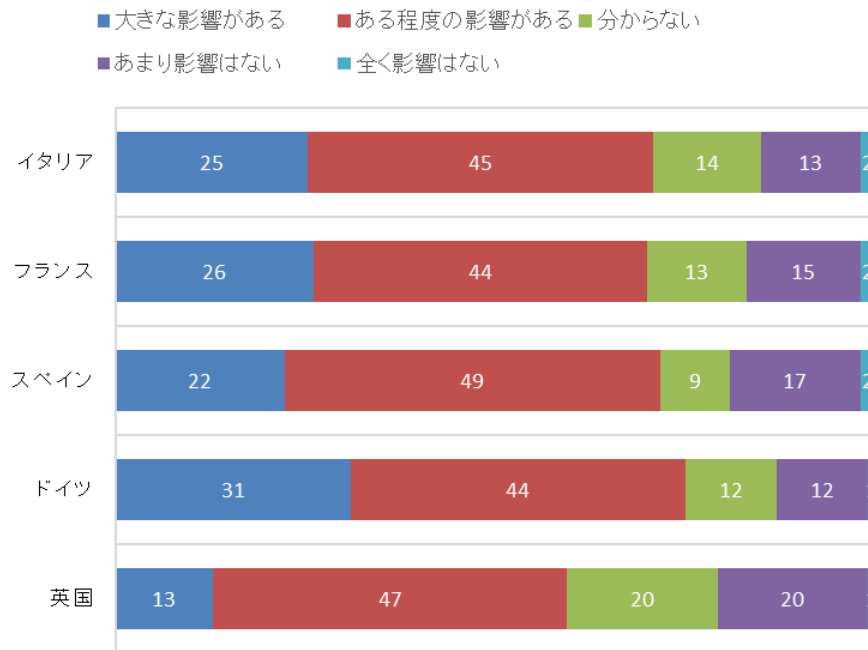
-
1. 足元の金融市場について
 - 2. 個別トピック**
 3. ECBの金融政策について

個別トピック（トランプ関税の欧州への影響 ①）

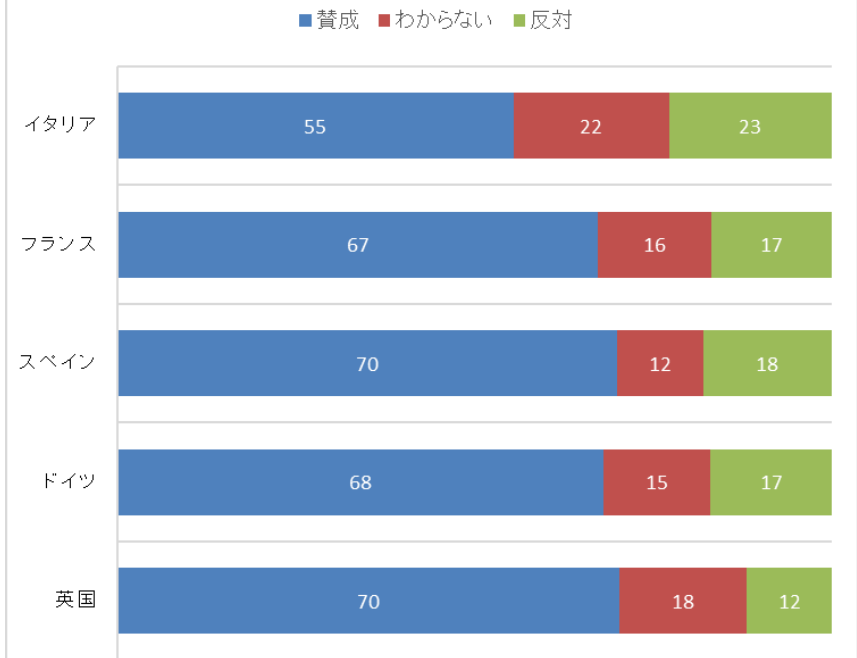


- ▶ 世論調査によれば、欧州主要国対比で英国は関税の影響についてやや楽観的
- ▶ 米国への報復関税については、イタリアが他国対比で否定的

関税は国家経済にどの程度影響があるか



米国への報復関税に賛成か反対か



個別トピック（トランプ関税の欧州への影響 ②）



- ▶ 欧州首脳への反応は二極化（批判的なドイツ・フランス⇔友好的な英国・イタリア）
- ▶ 各国スタンスがまちまちななか、如何に足並みをそろえていけるかが課題



ドイツ メルツ首相

- ・アメリカへの依存脱却を明確に主張
- ・英国、フランスと安全保障を強める必要がある
- ・債務ブレーキの法改正を行い、トランプ政権への対応で欧州に先駆ける動きを見せる



英国 スターマー首相

- ・「特別な関係」を掲げワシントンを訪問
- ・世界に先駆け、英国産自動車などの関税引下げ枠を盛り込んだ枠組みを合意



フランス マクロン大統領

- ・欧州の自立強化を主張
- ・関税を撤廃しないのならば、報復措置をすべき
- ・グリーンランド訪問により、トランプ的覇権を牽制



イタリア メローニ首相

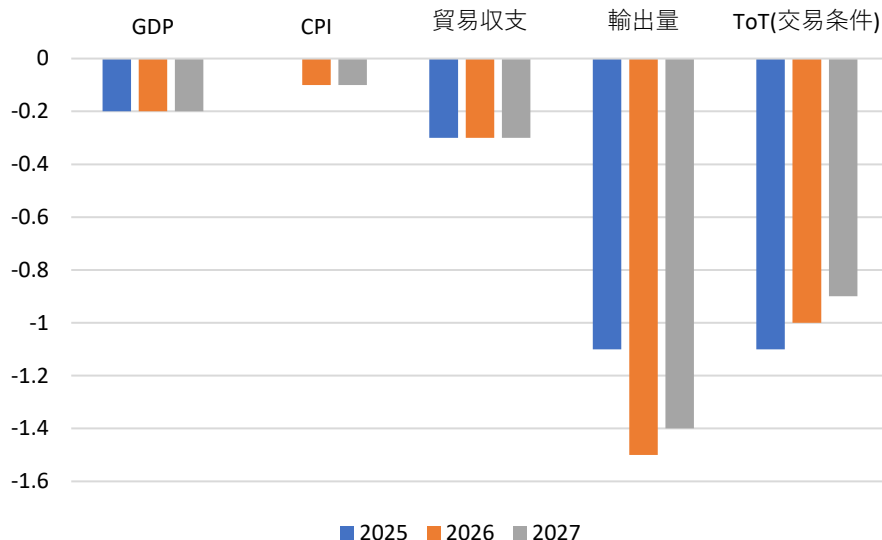
- ・トランプ大統領の就任式に出席した唯一のEU首脳
- ・トランプ氏と緊密な関係を築き、「西側を再び偉大にする」とのスローガンを掲げる
- ・一方、EU各国とのバランスを模索

個別トピック（トランプ関税の欧州への影響 ③）

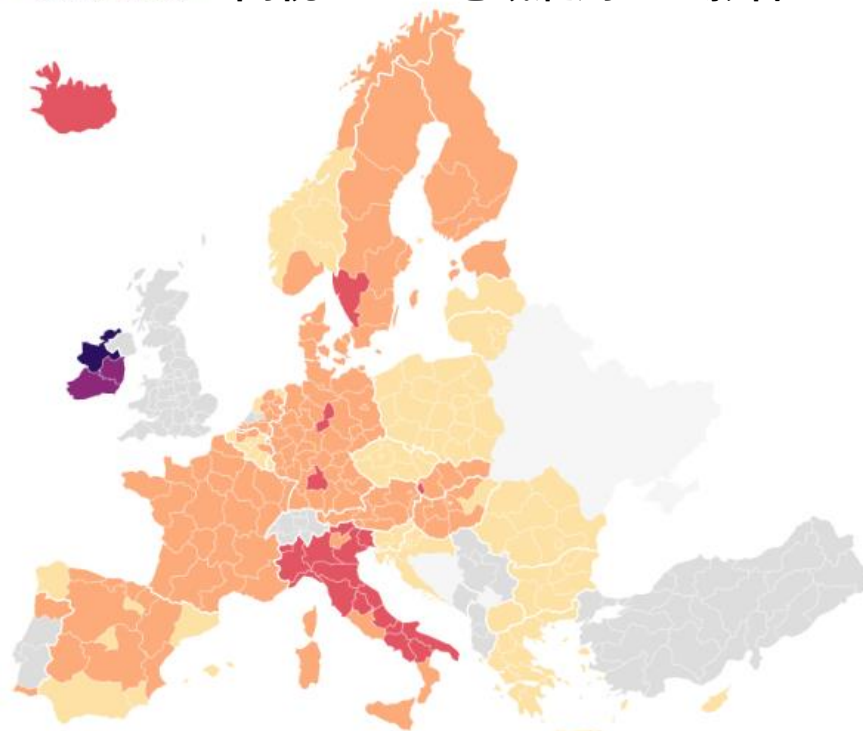


- ▶ トランプ米政権は4月5日の全ての輸入品に対し一律10%の追加関税を発動
- ▶ EUへの相互関税（現在は50%が提示）については、追加関税は7月9日まで延期
- ▶ 関税前の駆け込みでアイルランドを筆頭に対米輸出は一時増加も今後減少の見込み

20%関税がEU経済にもたらす影響



関税による地域雇用への影響



個別トピック（欧州再軍備計画①）



- ▶ 米政権の欧州安全保障への姿勢を受け、欧州委員会は3/19「欧州防衛白書2030」を公表
- ▶ EUの国防支出は約8,000億ユーロ拡大（2024年のEU国防支出は3,260億ユーロ）

【主な資金調達スキーム】

SAFE（Security Action for Europe）	過剰赤字手続（EDP）免責	
<p><u>概要</u></p> <ul style="list-style-type: none">・ EU債の発行によって資金を調達し各国の防衛支出を対象とする融資枠を設定・ 融資返済期間は最長で45年(元本返済猶予10年)で資金供与の申請期限は2030年末・ 共同調達、域内上達の義務あり	<p><u>概要</u></p> <ul style="list-style-type: none">・ EU各国は財政赤字をGDP比3%以下に抑えることが財政ルールで求められるが、国別免責条項を発動し、当該国の防衛支出を過剰赤字手続(EDP)の対象外に・ 防衛支出拡大による財政基準逸脱の上限は年当たりGDP比1.5%	
<p><u>規模</u></p> <ul style="list-style-type: none">・ 設定枠：1,500億ユーロ	<p><u>規模</u></p> <ul style="list-style-type: none">・ 想定総額：6,500億ユーロ	
EU予算の活用	EIB（欧州投資銀行）の活用	民間資金の活用
<p><u>概要</u></p> <ul style="list-style-type: none">・ EU予算を防衛関連支出へ	<p><u>概要</u></p> <ul style="list-style-type: none">・ 防衛企業向け融資を可能にするための規制緩和	<p><u>概要</u></p> <ul style="list-style-type: none">・ 民間資金を防衛分野に誘導する構造整備

個別トピック（欧州再軍備計画②）



- ▶ 欧州の安全保障確保、防衛産業の振興、中長期の景気押上げなどに期待
- ▶ 今後の各国の対応スタンスに注目

【欧州各国の対応状況】

SAFE（Security Action for Europe）

現時点で申請に関する報道等なし

備考

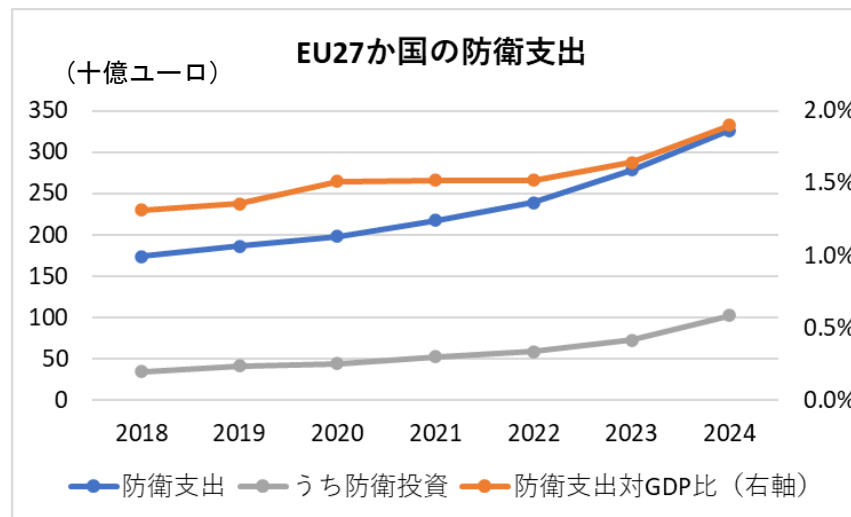
- ・ 5月29日に発効済み

過剰赤字手続（EDP）免責

申請（または申請意思表示）があったのは16か国のみ

備考

- ・ 申請期限の目途は2025年4月末
- ・ 5月以降、追加申請の情報なし



申請済み16か国

ベルギー、デンマーク、エストニア、フィンランド、ドイツ、ギリシャ、ハンガリー、ラトビア、ポーランド、ポルトガル、スロバキア、スロベニア、ブルガリア、チェコ、クロアチア、リトアニア

個別トピック（ドイツの財政拡張）



- ▶ 防衛強化・インフラ投資等を目的として財政規律の緩和を連邦議会で可決（3/21）
- ▶ 足許はドイツ2025年予算案関連イベントに注目

財政パッケージのポイント （ドイツ連邦議会（上院・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

ドイツ予算案関連日程

6月25日	・ 2025年予算案閣議承認 ・ 2026年予算案の方向性議論
6月27日	・ 2025年予算案上下院に提出

<ドイツ予算案の注目点>

- ①：防衛費の予算規模と今後の方向性※1
- ②：インフラ支出の規模、予算外の基金活用を拡大するなど支出拡大の余地を残す方針が示されるか
- ③：投資促進策※2

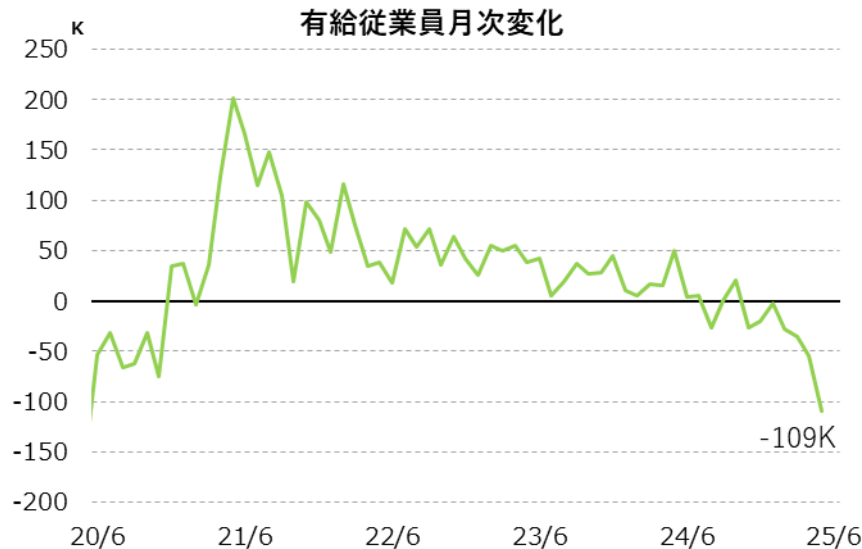
※1 NATOサミットでは対GDP比2.0%の防衛費目標が2029年までに3.0~3.5%引き上げが見込まれるほか、一部報道で2032年までにGDP比5.0%を目指すという見方も

※2 法人税の段階的引き下げ、電力税の引き下げ、建設分野の規制緩和、加速償却制度といった、企業向け減税・優遇策が盛り込まれる見込み

個別トピック（英国の労働市場）



- ▶ 直近の英雇用統計は過去5年間で最大の落ち込みも、ONSデータの信ぴょう性には疑問が
- ▶ スターマー首相は新しい移民政策を発表、一部業種では人材確保に不安の声も



主な新移民抑制策

- ① 永住権取得までの期間を延長
- ② スキル要件の引き上げ
- ③ 賃金基準の強化
- ④ 介護分野の移民枠を廃止
- ⑤ 学術・学生ビザ制度の見直し
- ⑥ 英語要件の強化

ONS（英国家統計局）のデータ不備に係る報道

FINANCIAL TIMES

Chris Giles on Central Banks Economic statistics + Add to myFT

Central banks struggle with dodgy data

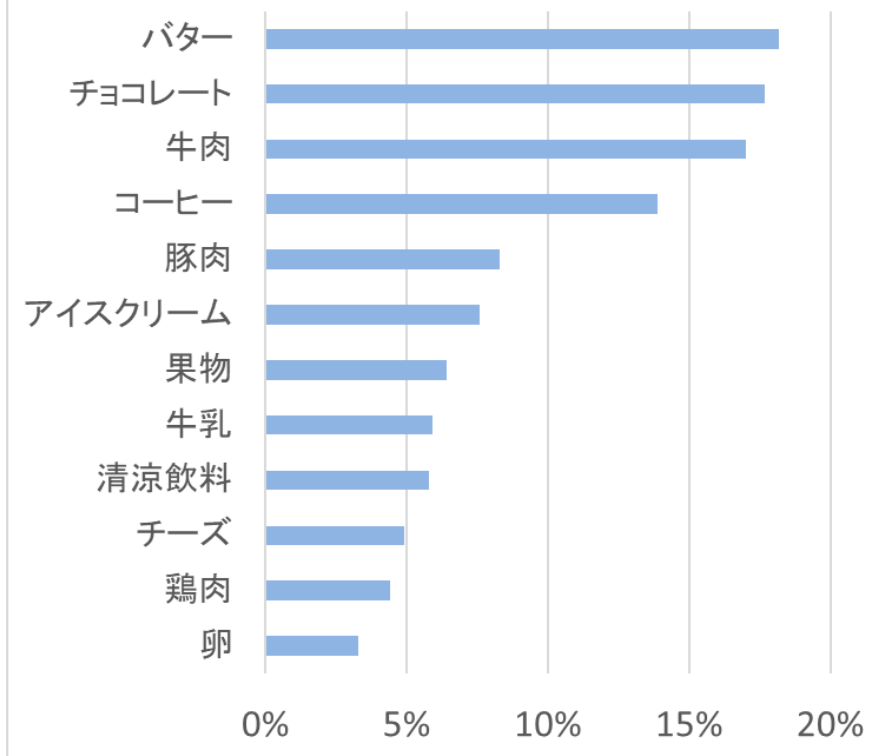
UK inflation overstated due to government data error, ONS says

個別トピック（英国現地の景況感）



- ▶ インフレは粘着的で、食料品などは引き続き値上がりが継続
- ▶ 光熱費・人件費の高騰や若者のお酒離れ等により英国ではパブの廃業が増加

食料品インフレ率(2025年5月)



閉店した200年の歴史をもつ老舗パブ





-
1. 足元の金融市場について
 2. 個別トピック
 3. **ECBの金融政策について**



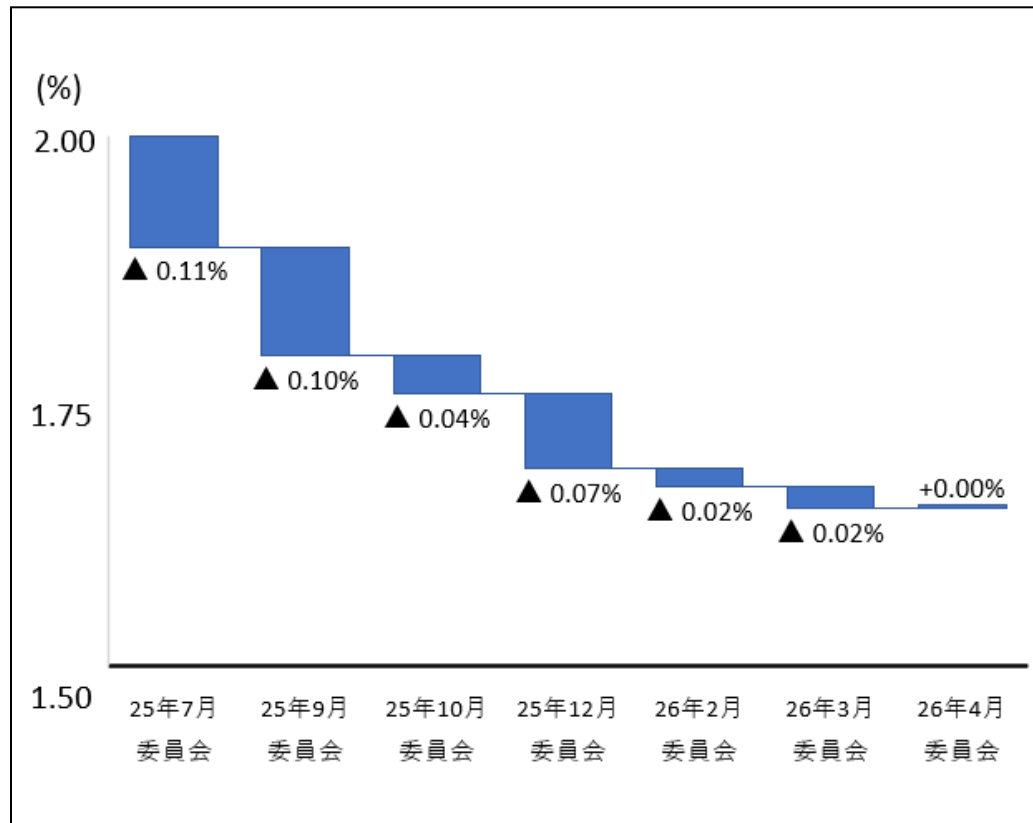
金融政策ツール	実施内容
政策金利	<ul style="list-style-type: none"> ・ 限界貸出ファシリティ金利 : 2.40% ・ 主要リファイナンスオペ金利 : 2.15% ・ 預金ファシリティ金利 : 2.00% ・ 最低準備預金への付利 : 0.00%
資産購入プログラム (APP)	<ul style="list-style-type: none"> ・ APP元本償還再投資は完全停止 (残高約25,034億ユーロ (2025年5月末時点))
パンデミック金融購入プログラム (PEPP)	<ul style="list-style-type: none"> ・ PEPP元本償還再投資は完全停止 (残高約15,161億ユーロ (2025年5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210億ユーロ (2025年5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あと1回（0.25%）程度で推移
- ▶ 6月理事会で声明文は「インフレが中期目標である2%近傍にある」ことが明記
- ▶ 会見でラガルド総裁は「今回の利下げでサイクル終了に到達した」ことを示唆

市場でのECB利下げ織り込み状況



・我々の政策金利は適切な水準にあり、今回の金融政策サイクルは終了に向かいつつある
・ただし、これは利下げが終了したという意味ではない
(ラガルド総裁(中立派)、6/5)

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		
			7月	9月	10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	中立	○	○	○
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		
			7月	9月	10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	中立	○		
シムカス	リトアニア	中立	○	○	
マクルーフ	アイルランド	タカ		○	○
ストゥルナラス	ギリシャ	ハト	○		○
パツァリデス	キプロス	中立	○		
シクルナ	マルタ	中立	○	○	○
バスレ	スロベニア	中立	○	○	○
カジミール	スロバキア	タカ	○	○	○
ブイッチ	クロアチア	タカ	○		○

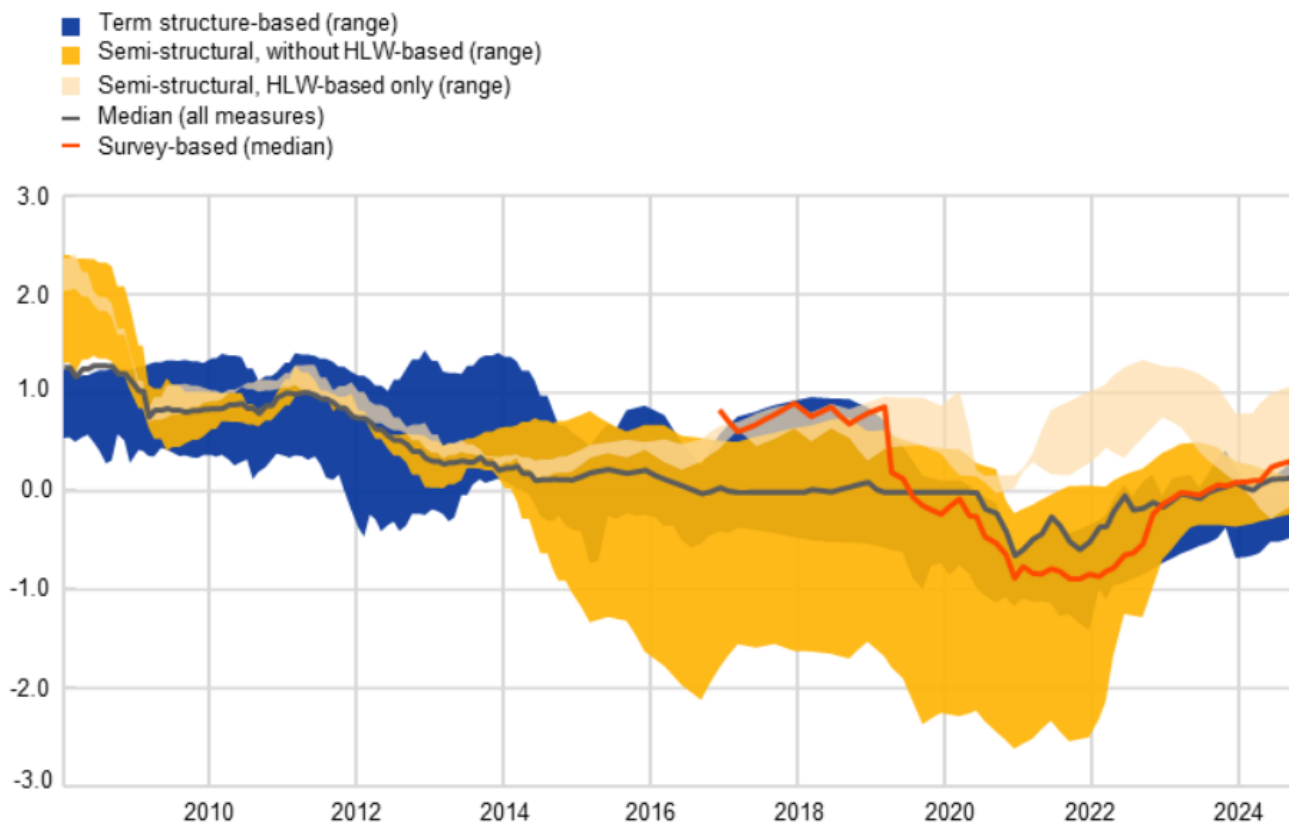
ユーロ圏の中立金利



- ▶ ECBのレポートによると、名目中立金利の推計値は1.75%~2.25%
- ▶ 直近6月の会合における利下げで政策金利は当該レンジ中央に到達

Real natural rates of interest in the euro area

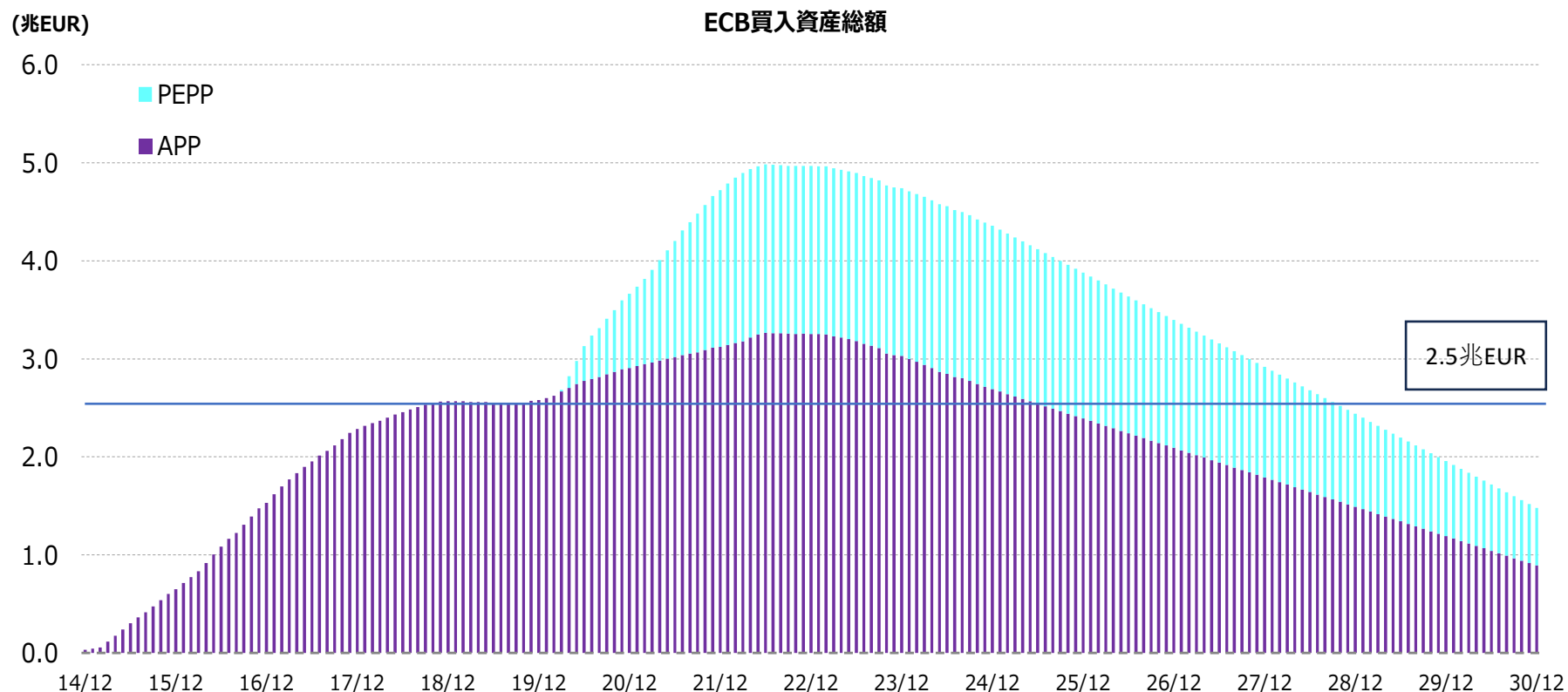
(percentages per annum)



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7月は利下げをスキップし、年内あと1回の利下げか
- ▶ 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

	2025.6	2025.9	2025.12	2026.3	2026.6	2026.9
当社	2.00%	2.00%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
A社 (日系)	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
B社 (米系)	2.00%	1.75%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
C社 (英系)	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
D社 (仏系)	2.00%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
市場※	1.94%	1.82%	1.72%	1.70%	1.73%	1.73%

※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



- ▶ 利下げにより目先緩やかに低下後、景気回復を先取りしやや上昇か
- ▶ 財政拡張に伴う国債需給への影響には留意が必要

	2025.6	2025.9	2025.12	2026.3	2026.6	2026.9
当社	2.50%	2.45%	2.40%	2.50%	2.60%	2.70%
A社 (日系)	2.40%	2.40%	2.50%	2.60%	2.70%	2.80%
B社 (米系)	2.50%	2.45%	2.50%	2.60%	2.70%	2.75%
C社 (英系)	2.40%	2.30%	2.20%	2.15%	2.10%	2.05%
D社 (仏系)	2.50%	2.45%	2.50%	2.60%	2.65%	2.65%
市場※	2.57%	2.61%	2.65%	2.69%	2.73%	2.77%

※市場のフォワードカーブから試算

ご連絡先（日本語対応可）



[営業担当]

- ・ 佐野 雄基 (yuki.sano@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。