

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9月25日



信金インターナショナル

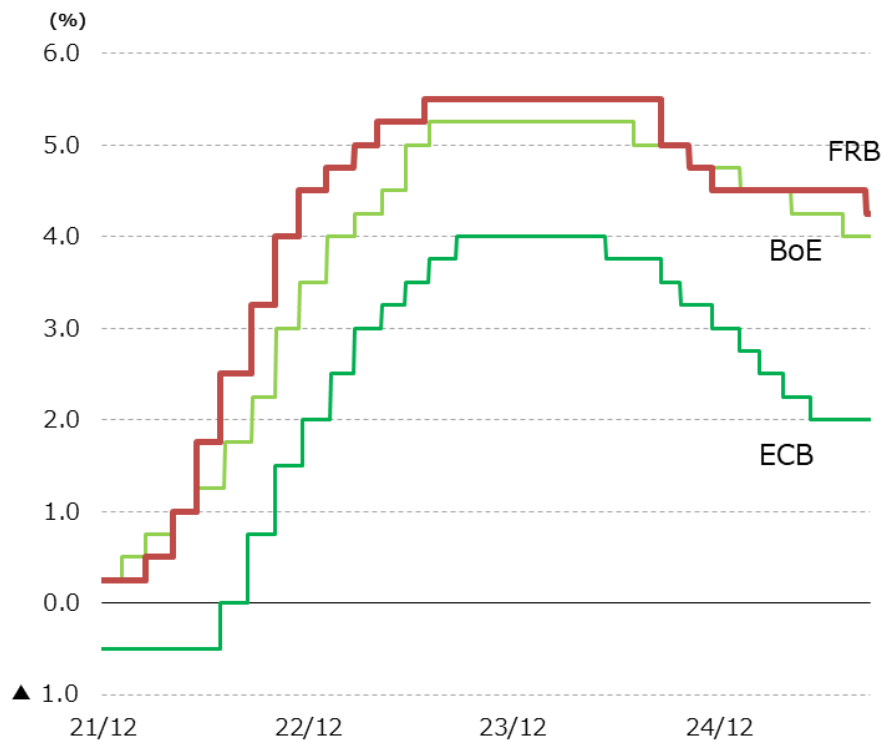


-
1. 足元の金融市場について
 2. ECBの金融政策について
 3. 欧州大手金融機関決算
 4. 個別トピック

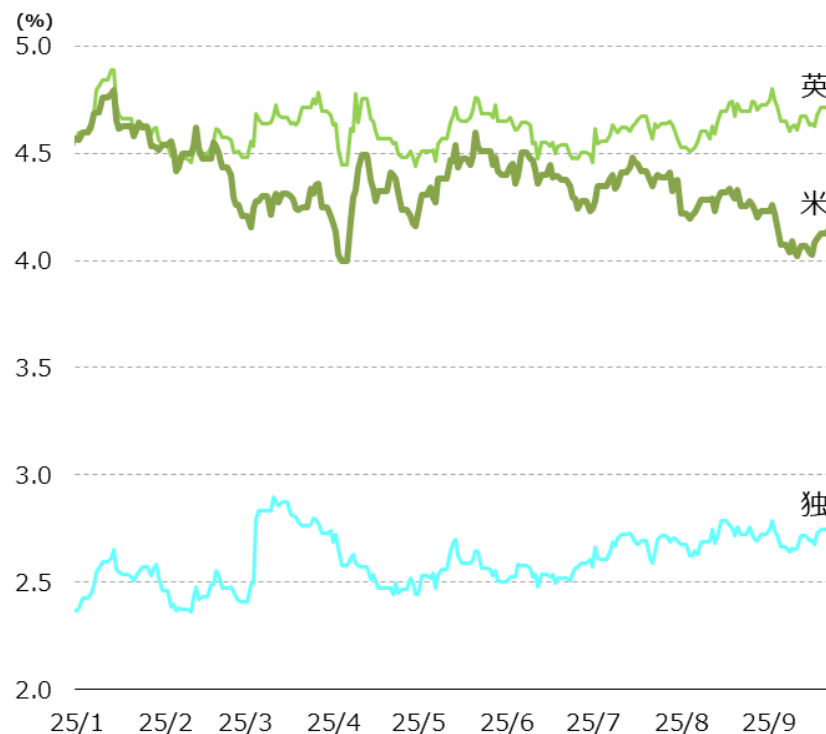


- ▶ 中立金利に達したECBは利下げを停止。インフレ懸念からBOEは緩やかな利下げを継続
- ▶ 欧州債金利は、発行増や景気回復期待から米国と比較して低下幅は限定的

主要政策金利



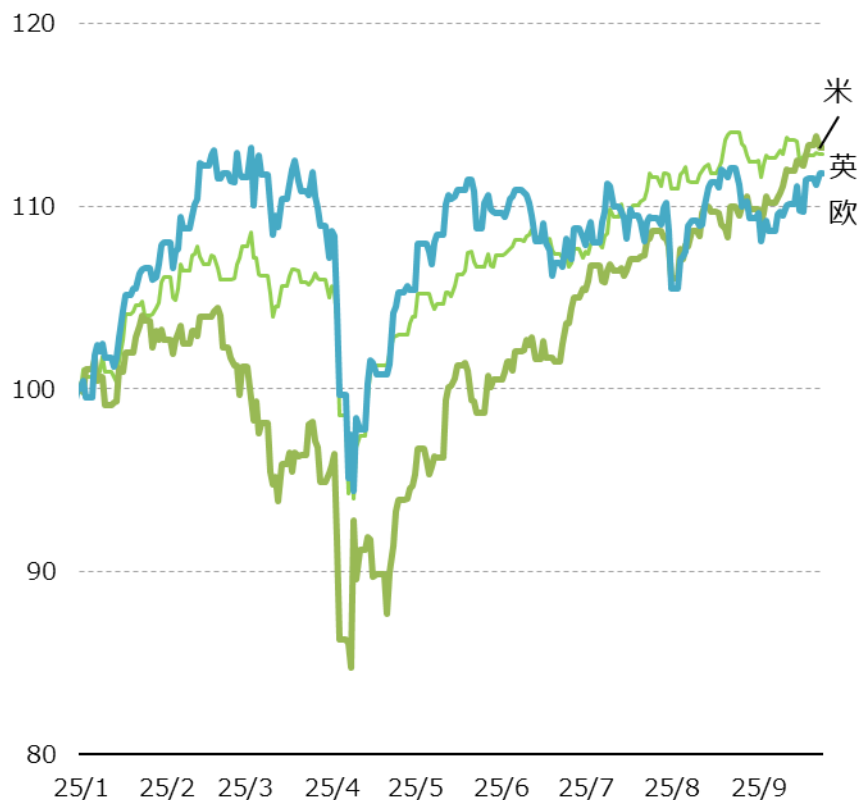
主要10年国債金利



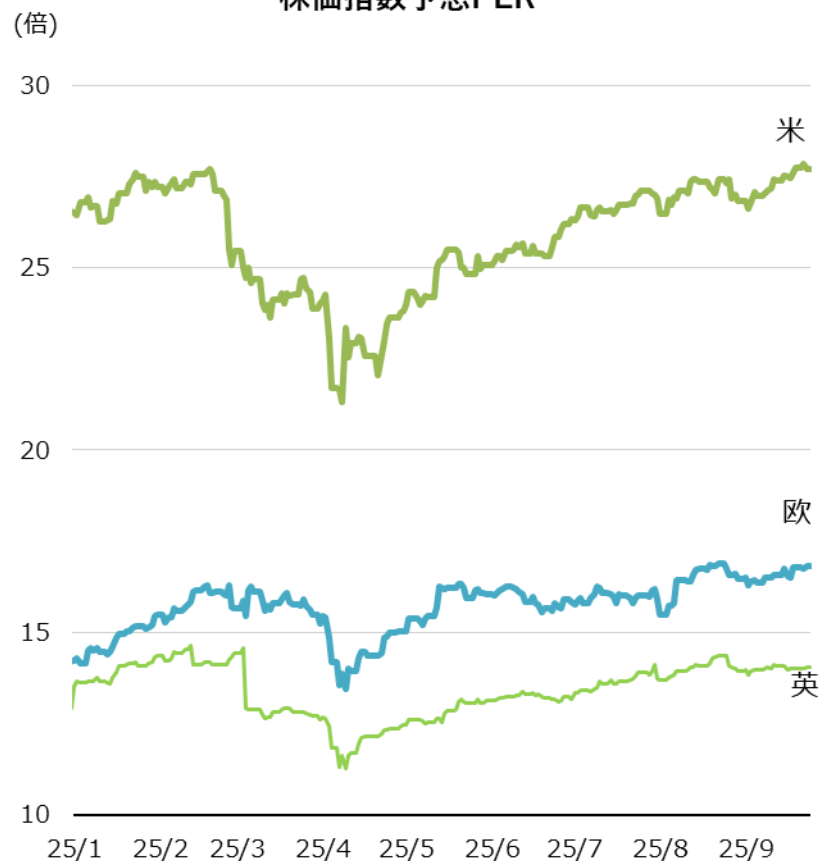


- ▶ 4-6月頃は米国からの資金フローにより上昇が顕著であったが、足元は横ばい
- ▶ 年初から上昇しているが、米国と比較すると予想PERは低位での推移が継続

主要株価指数（2024年末 = 100）



株価指数予想PER



欧州為替市場

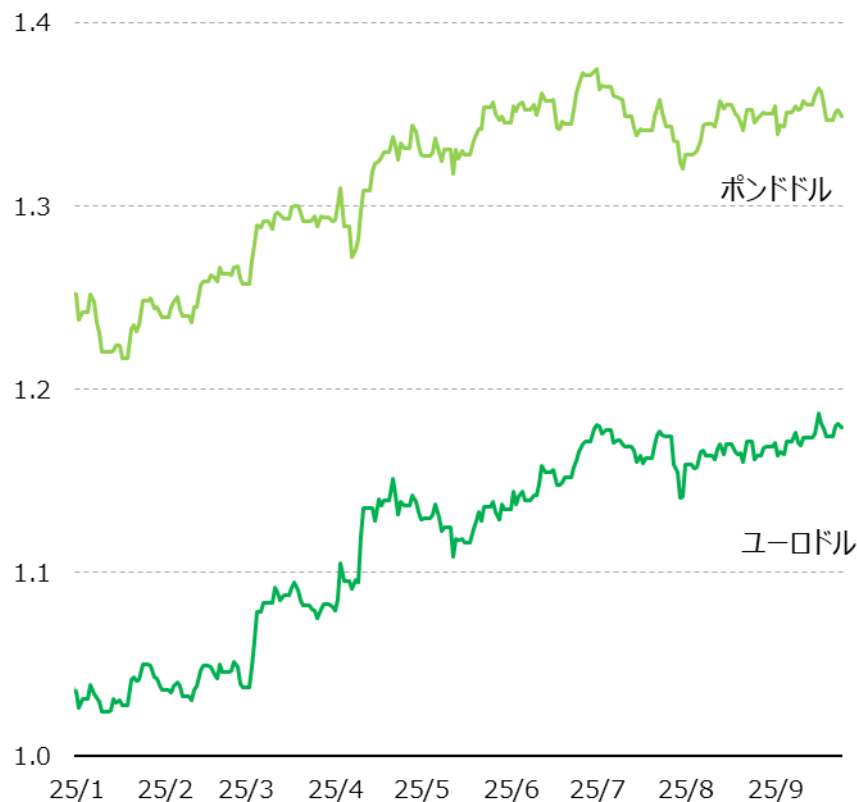


- ▶ 対JPYでは緩やかな円安トレンドで推移
- ▶ 対USDについては、関税合意で一旦勢いが弱まったものの、緩やかな上昇基調が継続

対JPY為替レート



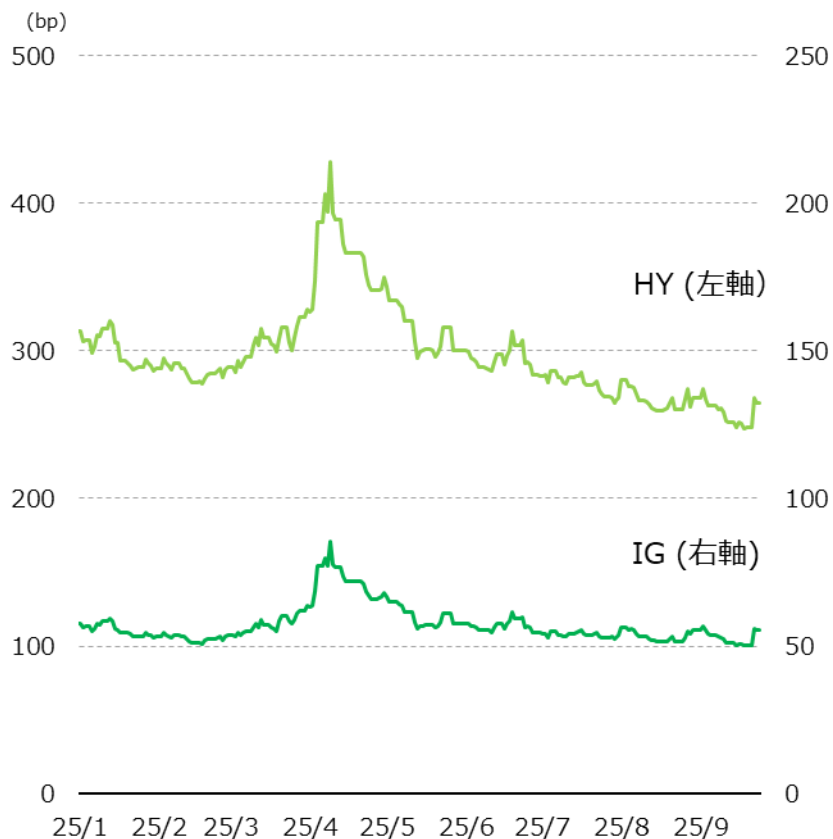
対USD為替レート





- ▶ 企業のクレジットスプレッドはタイトニングが継続
- ▶ 政局不安でフランス国債の対独スプレッドはワイドニングし、イタリアと逆転

欧州CDSスプレッド



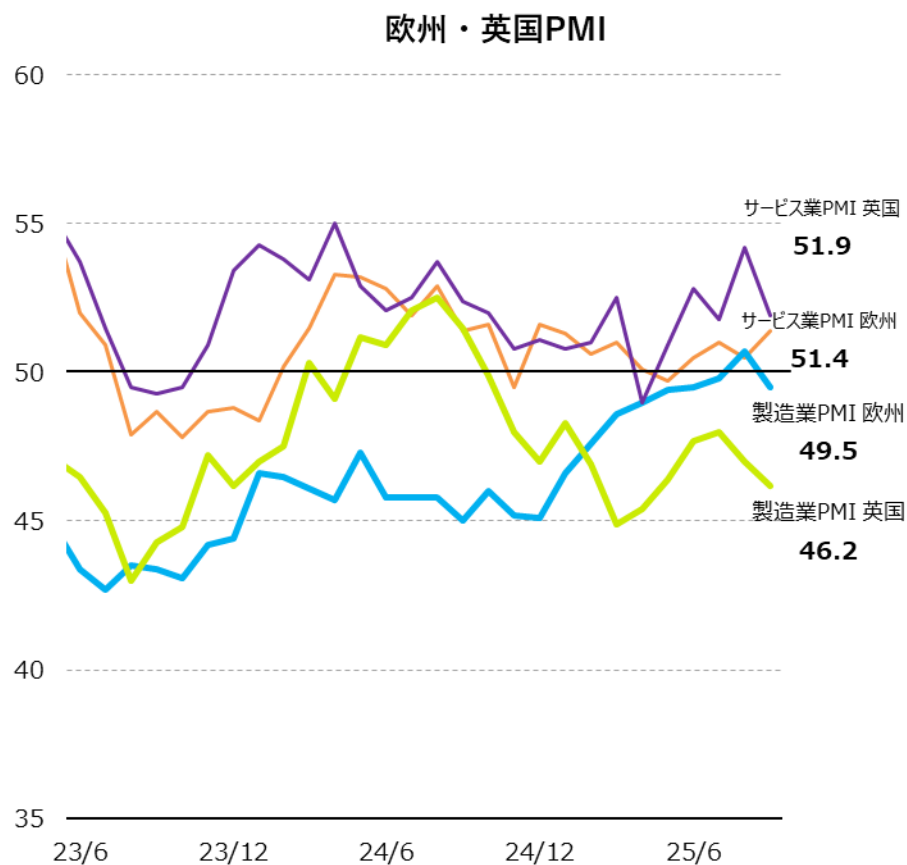
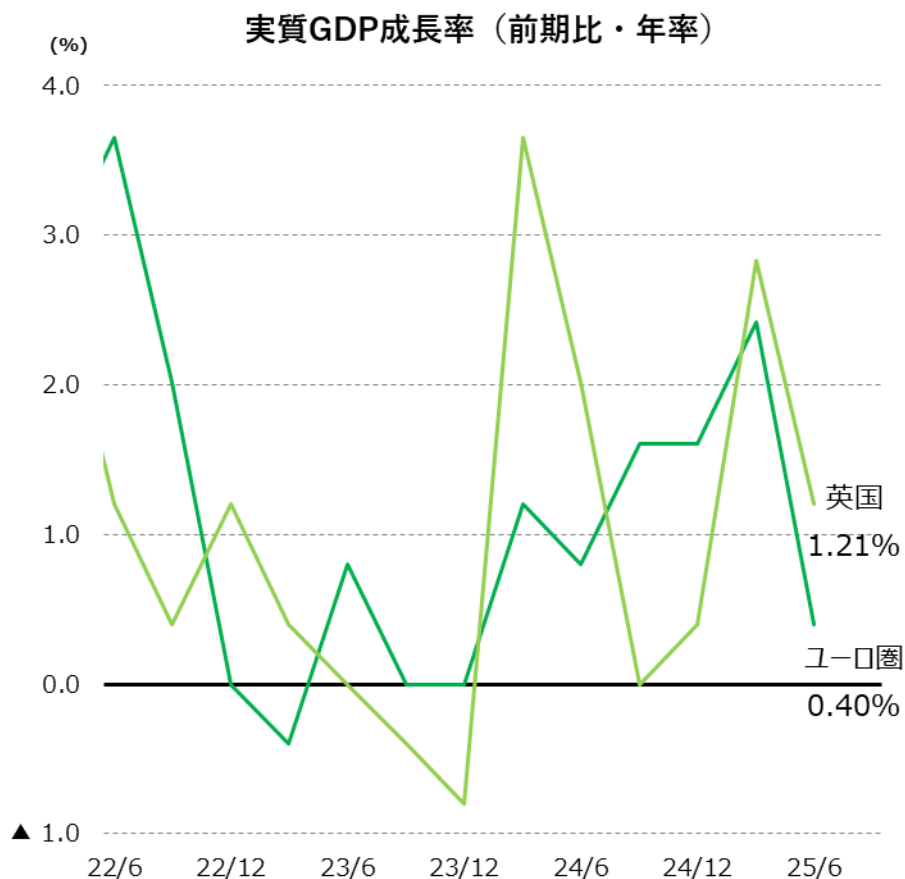
10年国債対独スプレッド



欧州景気動向



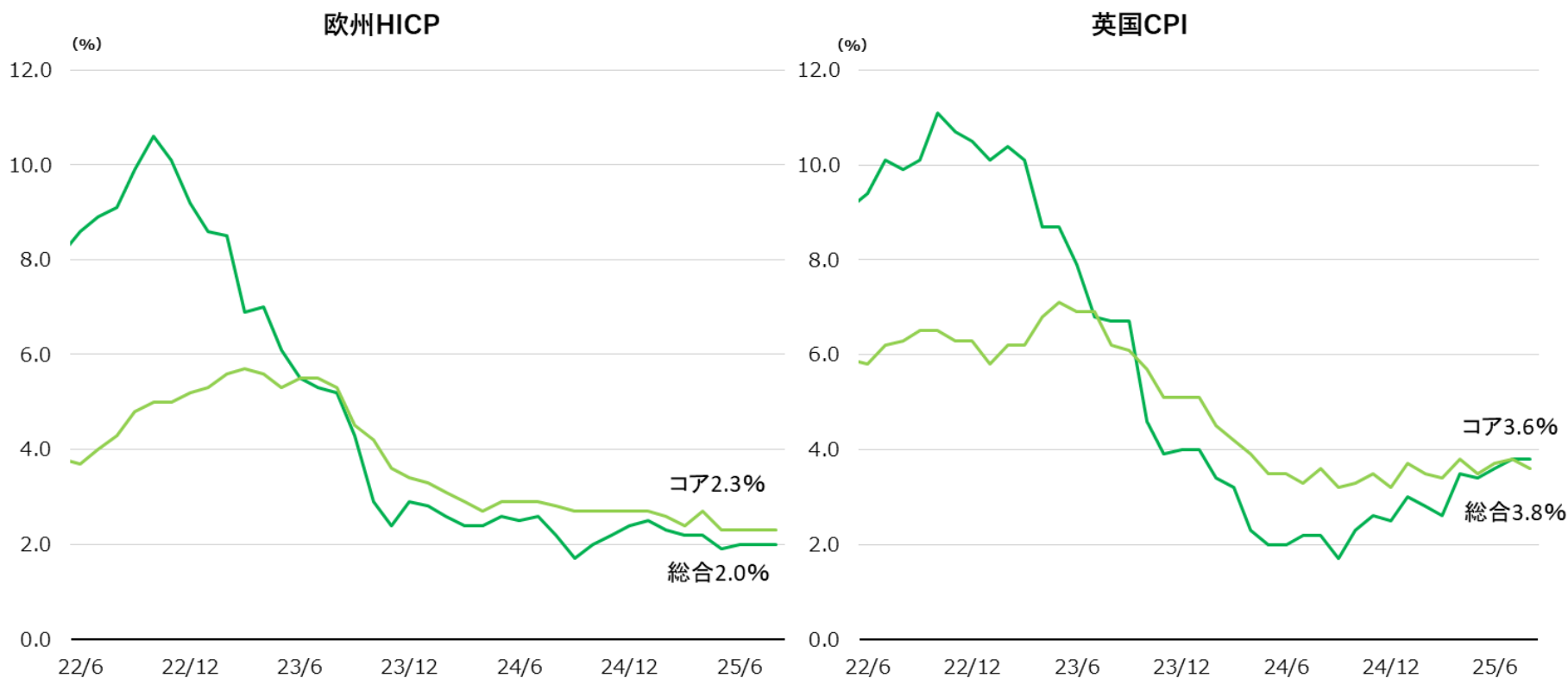
- ▶ 関税発動前の駆け込み需要の反動で、4-6月期は減速
- ▶ サービス業>製造業の構図は変わらずで、英サービスと欧州製造業が回復基調



欧州インフレ率

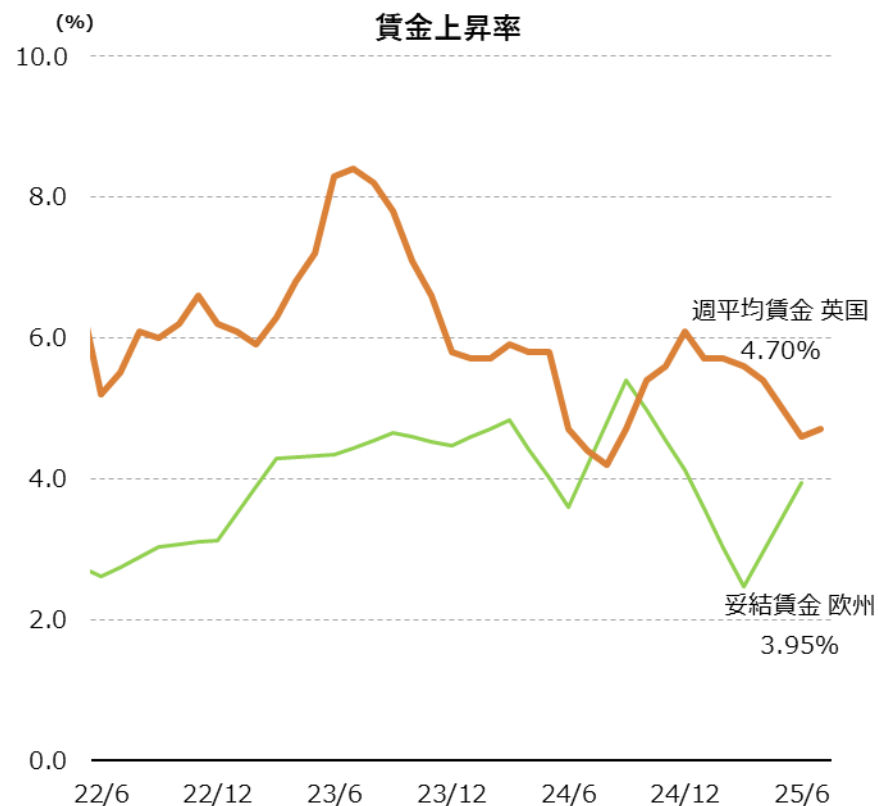
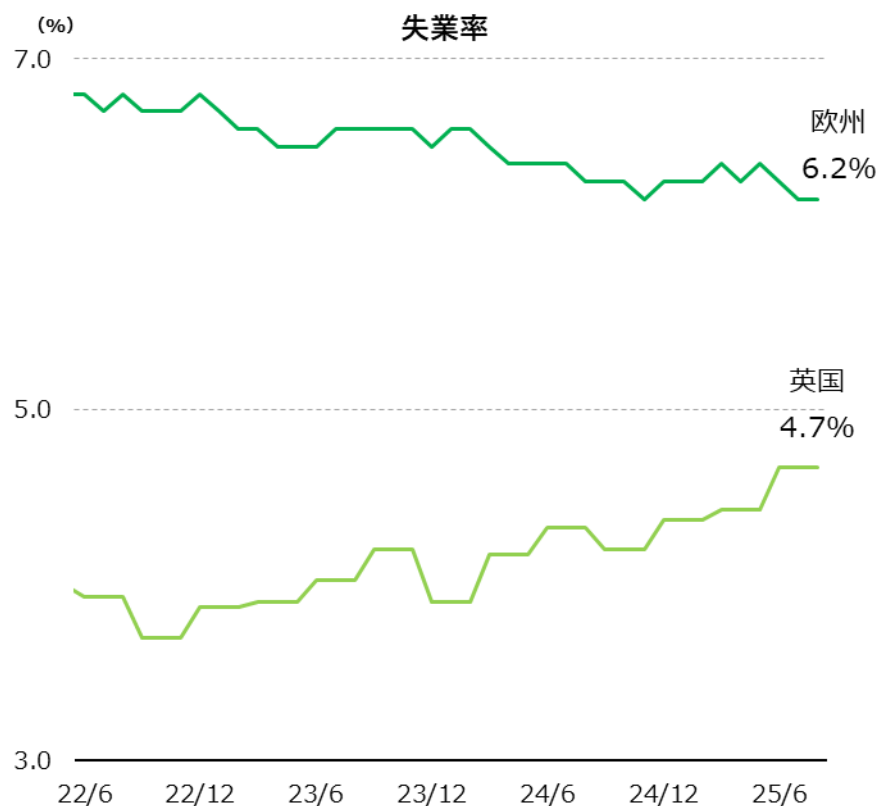


- ▶ 欧州はユーロ高や賃金上昇率の鈍化からECBの目標水準付近で安定的に推移
- ▶ 英国は、増税に伴う小売業者の値上げの影響もあり、インフレ懸念が再燃





- ▶ 欧州の失業率は過去最低水準で推移。一方、英国は上昇基調
- ▶ 欧州・英国の賃金上昇の勢いは鈍り、足元は横ばいで推移





-
1. 足元の金融市場について
 - 2. ECBの金融政策について**
 3. 欧州大手金融機関決算
 4. 個別トピック



金融政策ツール	実施内容
政策金利	<u>預金ファシリティ金利：2.00%</u>
APP(資金)	再投資は <u>完全停止</u> (残高約24,308億ユーロ(2025年8月末))
PEPP(パンデミック緊急)	再投資は <u>完全停止</u> (残高約14,736億ユーロ(2025年8月末))

【ECB経済見通し】

	2024	2025	2026	2027
実質GDP成長率	0.8	1.2	1.0	1.3
インフレ率 (HICP)	2.4	2.1	1.7	1.9
コアインフレ率 (HICP)	2.8	2.4	1.9	1.8

直近のECB高官発言



- ▶ ECB高官はハト派の委員も含め政策金利が既に中立水準に達したと見る発言が散見
- ▶ 来年のインフレ目標下振れを一時的とみる意見が多い

- ディスインフレのプロセスは終了した
- 経済成長に対するリスクは一段と均衡
- 妥結した貿易関係が再び悪化すれば、投資や消費が落ち込むリスクがある一方で、予想を上回る防衛支出とインフラ支出により成長が加速する可能性も (9/11)

(ECBラガルド総裁 (中立派))



- 現行の金利水準は現状において「適切」
- 来年初にはベース効果により一時的に物価に下振れリスクがあるが、インフレ目標からの小幅な乖離であれば容認
- 金融市場は冷静かつ秩序的でTPIによる介入の理由はない。 (9/17)

(ECBデギンドス副総裁 (中立派))

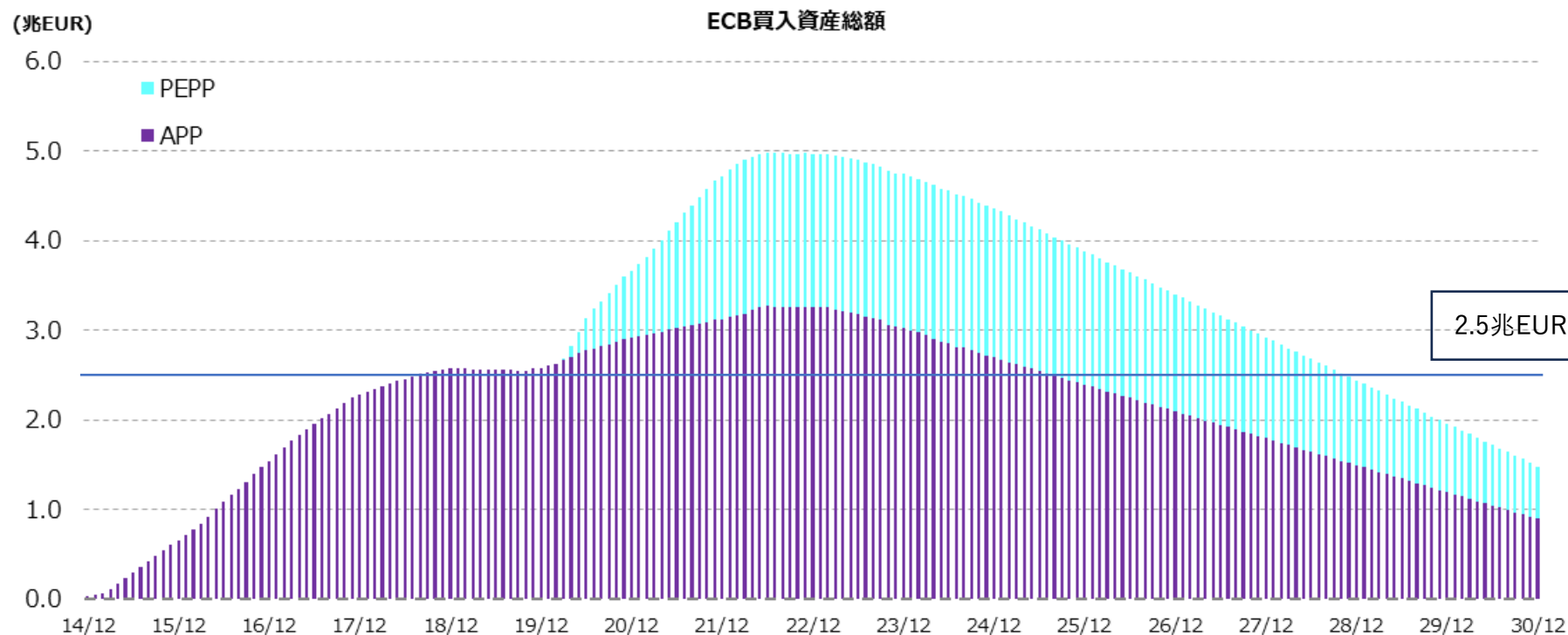
ECB高官の立ち位置



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継続の見込み



(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



- ▶ 利下げのハードルは高く、当面は政策金利は据え置きか
- ▶ 26年は、ユーロ高等によるインフレ率下振れや財政拡張による景気浮揚効果に注目

	2025.12	2026.3	2026.6	2026.9	2026.12	2027.3
当社	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
A社 (日系)	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	-
B社 (米系)	1.75%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
C社 (英系)	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	-
D社 (仏系)	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
市場※	2.00%	1.95%	1.93%	1.97%	1.97%	2.08%

※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



- ▶ 当面は、米国金利に大きな変動が無ければ、緩やかな上昇トレンドの見込み
- ▶ 財政拡張に伴う国債増発や、防衛・インフラ支出による景気浮揚効果に留意

	2025.12	2026.3	2026.6	2026.9	2026.12	2027.3
当社	2.70%	2.75%	2.80%	2.85%	2.90%	2.90%
A社 (日系)	2.50%	2.60%	2.70%	2.80%	2.90%	-
B社 (米系)	2.50%	2.50%	2.60%	2.65%	2.70%	-
C社 (英系)	2.45%	2.50%	2.50%	2.55%	2.55%	2.55%
D社 (仏系)	2.85%	2.95%	3.05%	3.15%	3.20%	3.25%
市場※	2.80%	2.85%	2.90%	2.94%	2.99%	3.03%

※市場のフォワードカーブから試算

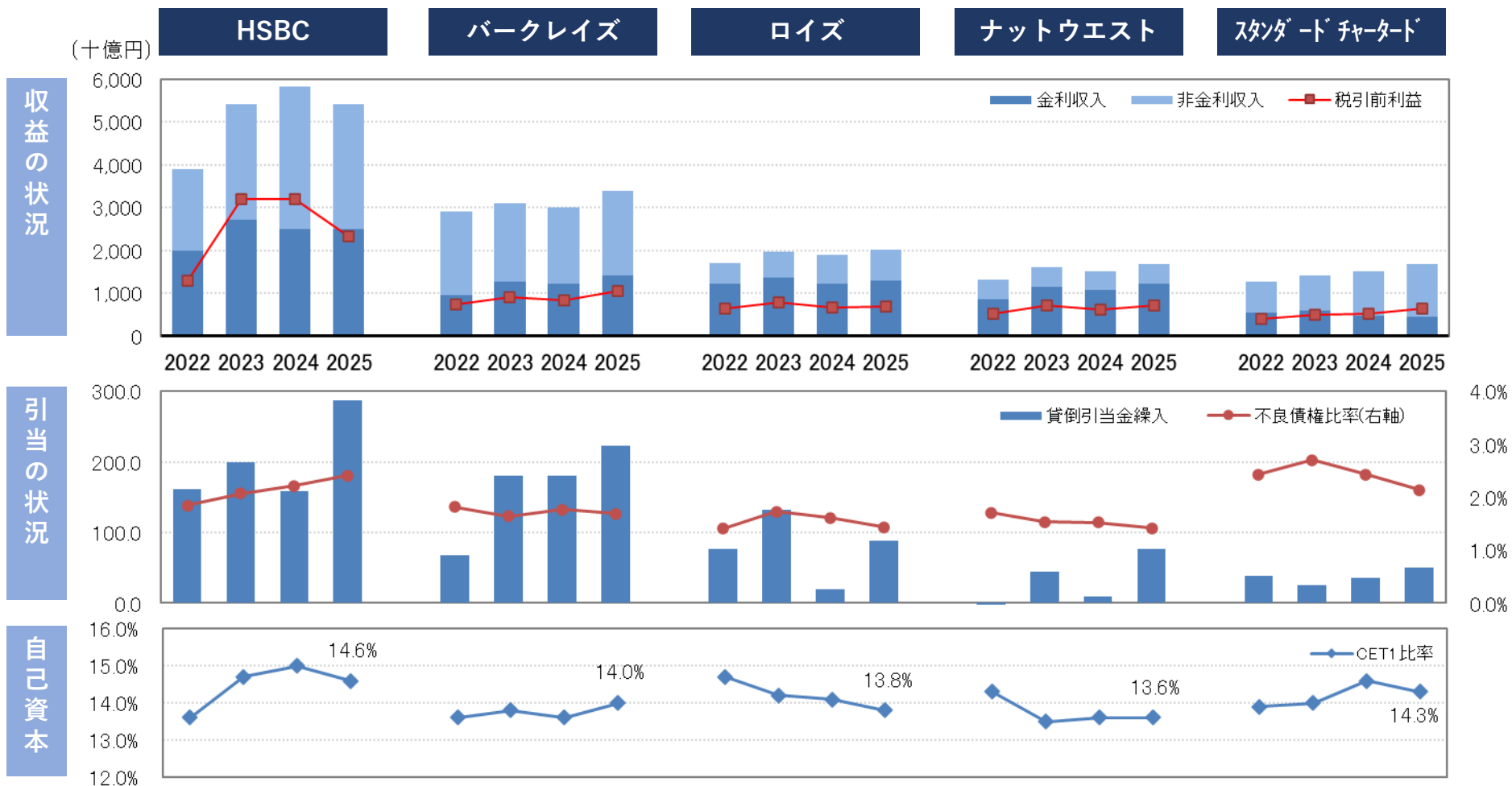


-
1. 足元の金融市場について
 2. ECBの金融政策について
 - 3. 欧州大手金融機関決算**
 4. 個別トピック

欧州大手金融機関の2025年度半期決算（英国）



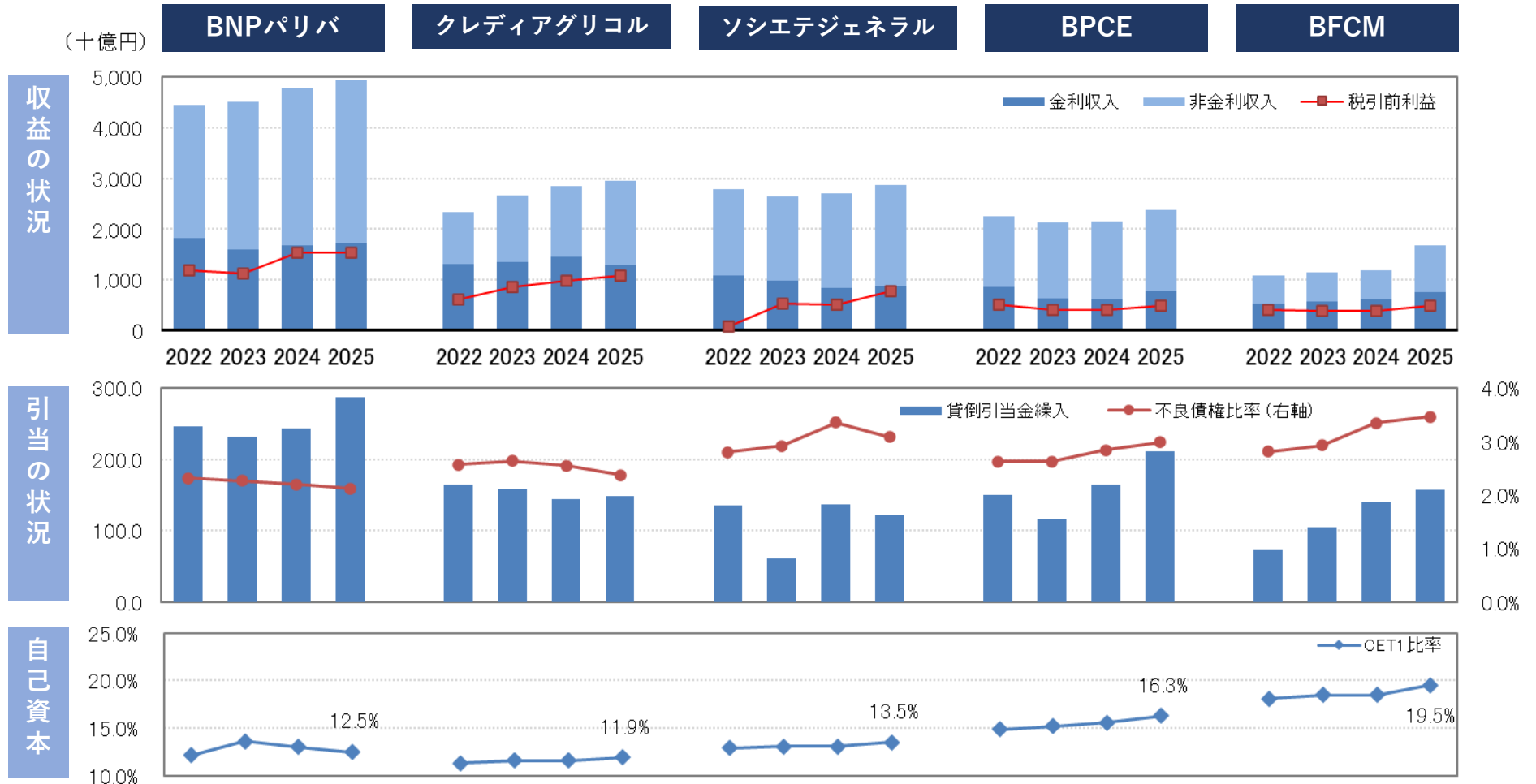
- ▶ 保有株式の減損損失を計上したHSBCのみ減収減益
- ▶ 不良債権比率はHSBCのみ中国向け不良債権増加等により上昇基調



欧州大手金融機関の2025年度半期決算（フランス）



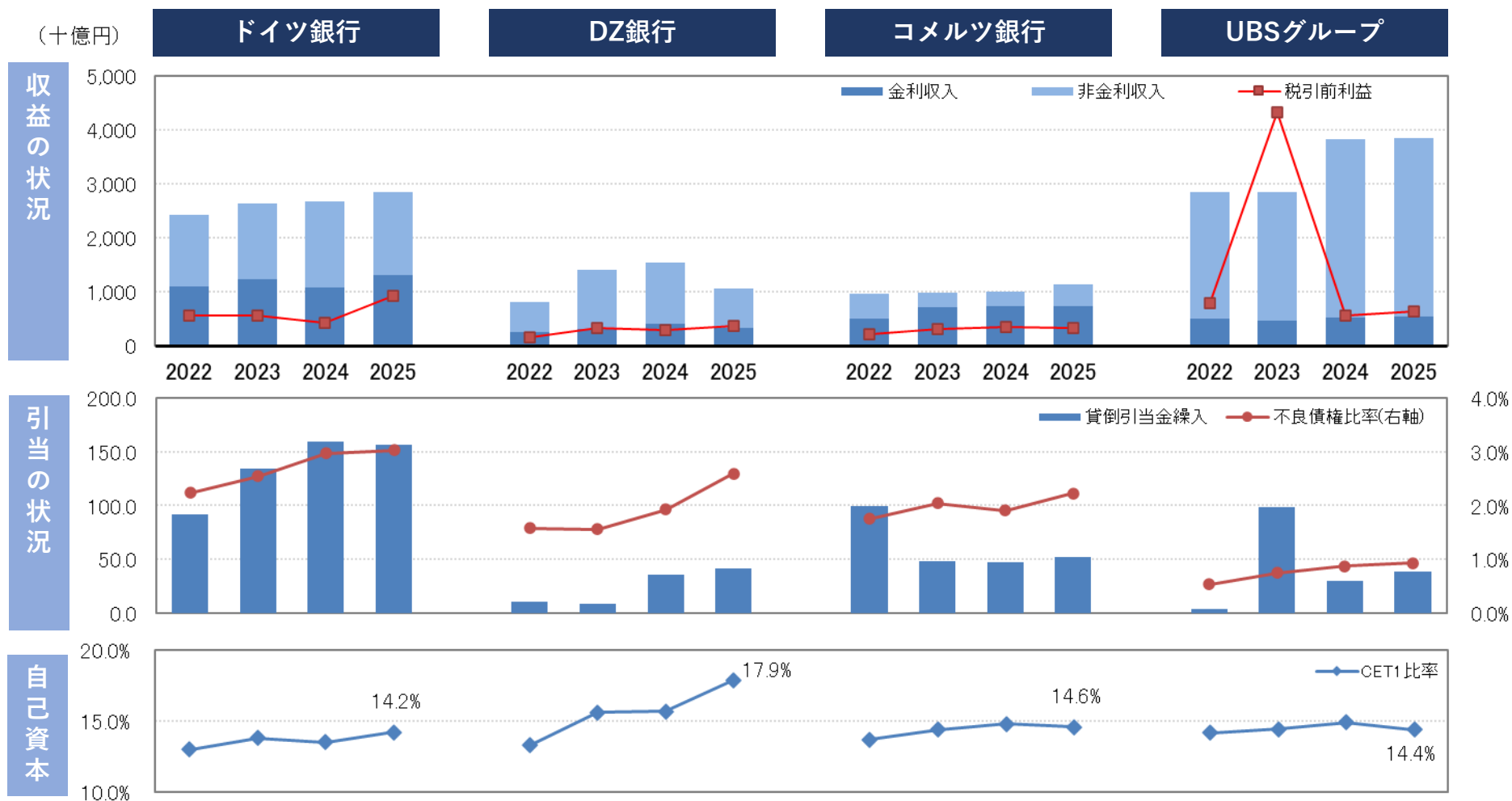
- ▶ フランス大手銀は国内リテール部門や保険部門が好調で各行ともに増収増益
- ▶ 政局の混乱等に伴うフランスの格下げが各行の格付に与える影響に留意



欧州大手金融機関の2025年度半期決算（ドイツ、スイス）



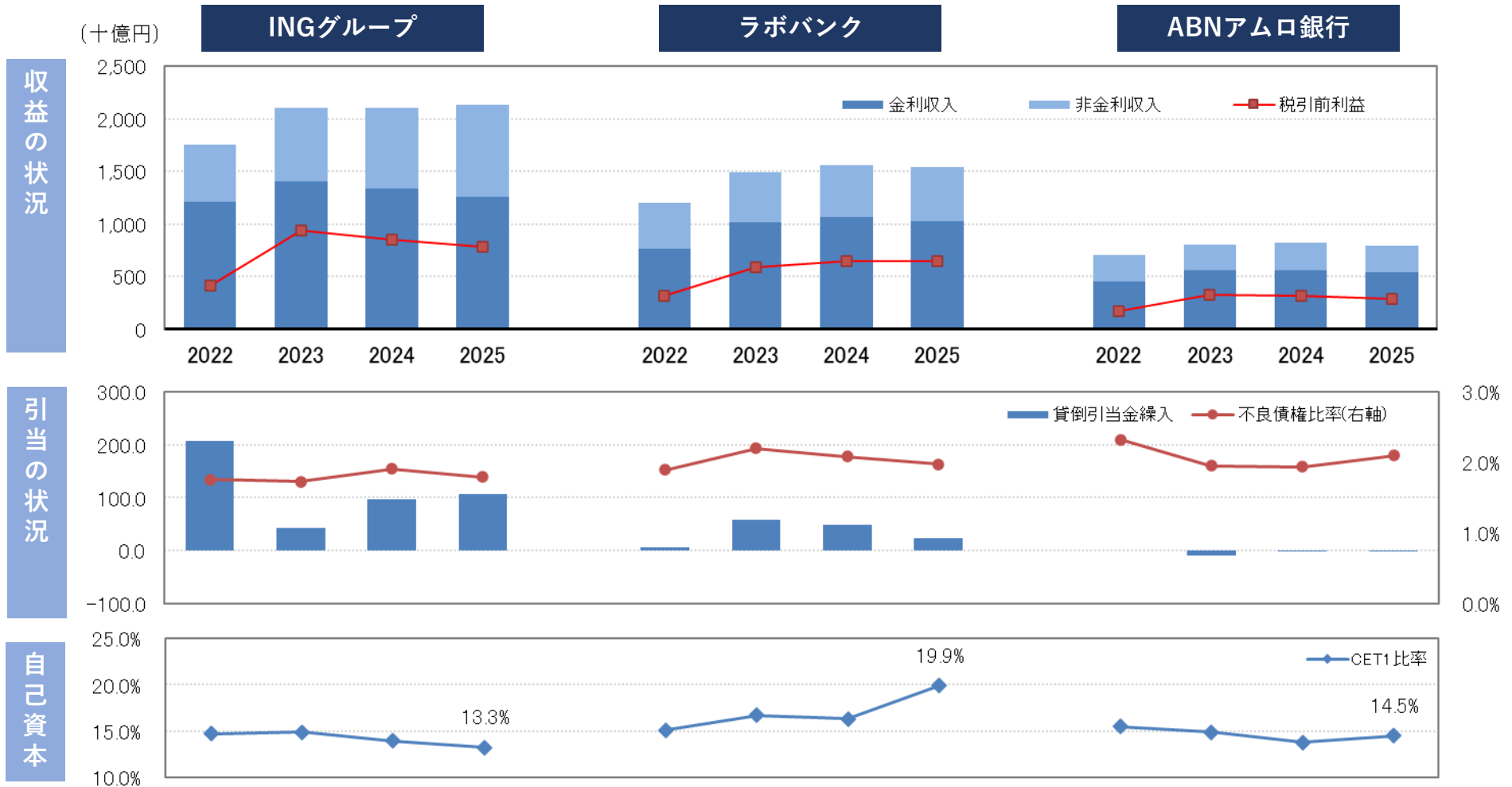
- ▶ ドイツ銀行は訴訟関連費用の剥落等により2007年以来の過去最高益を計上
- ▶ UBSグループもクレディ・スイスとの統合が順調に進捗しており好決算が継続



欧州大手金融機関の2025年度半期決算（オランダ）



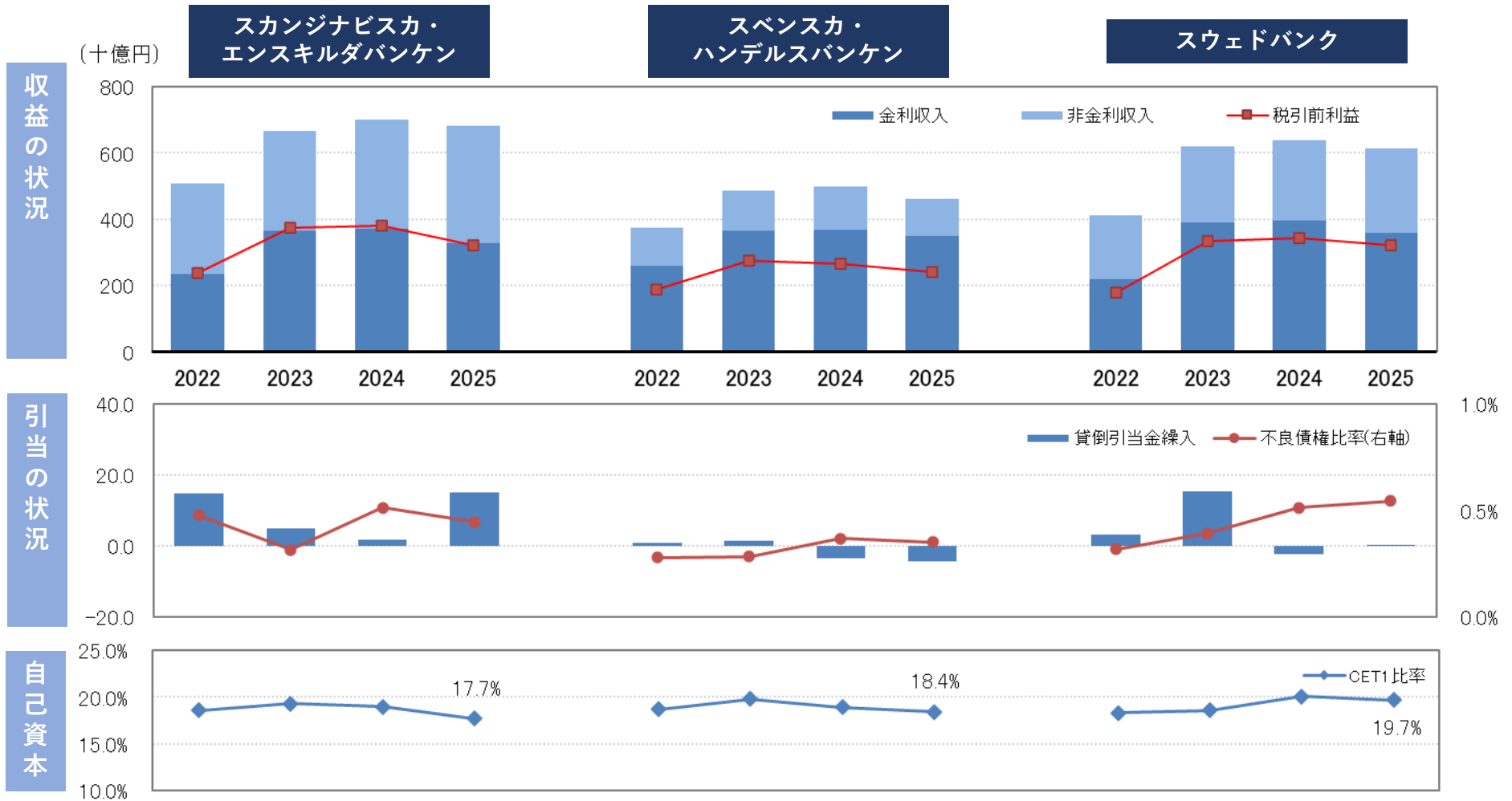
- ▶ 各行ともに純収入および税引前利益は概ね横ばい
- ▶ 引当金および不良債権比率は低位安定



欧州大手金融機関の2025年度半期決算（スウェーデン）



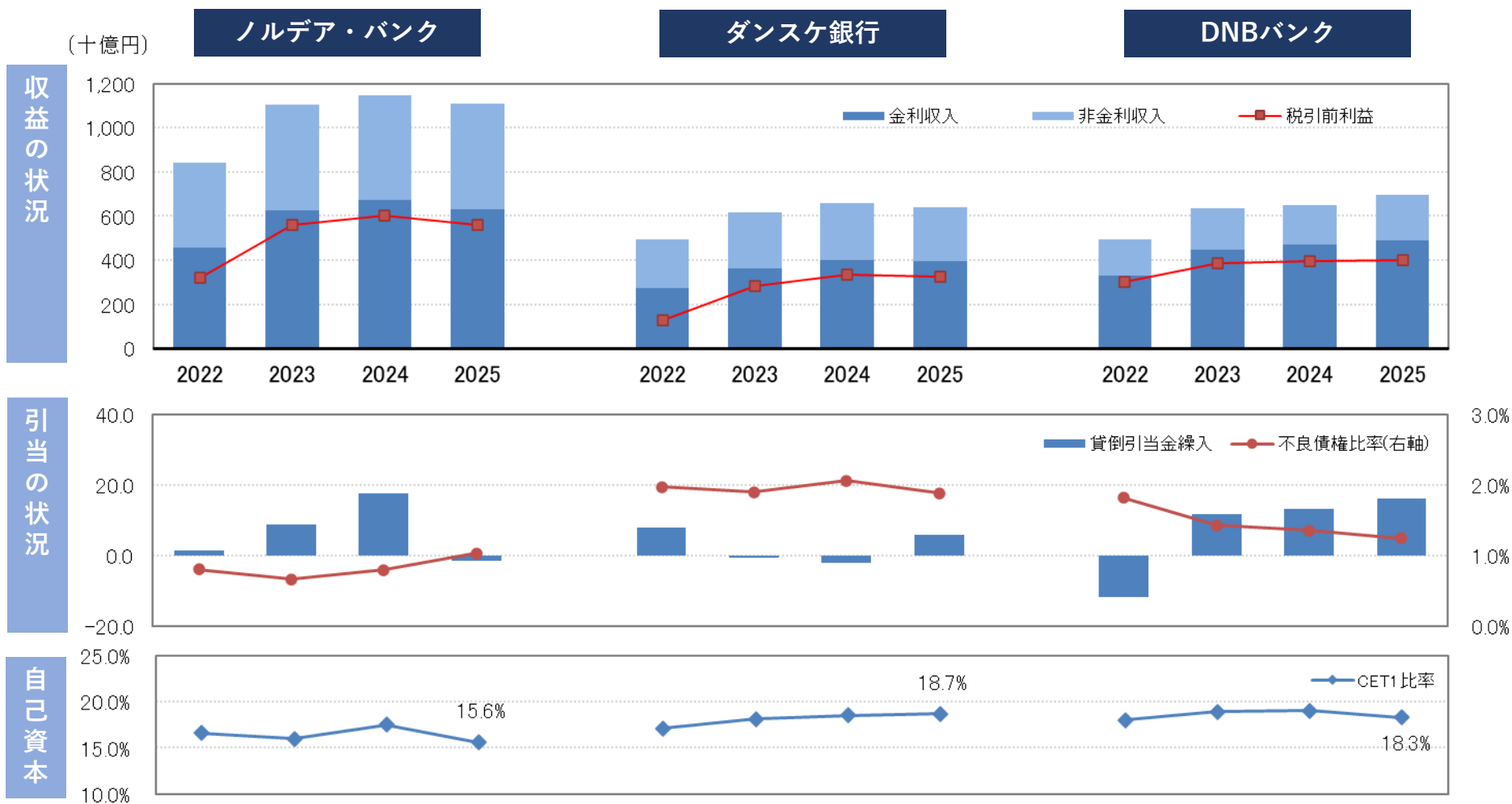
- ▶ 金利低下に伴う利鞘縮小等により各行ともに小幅減収減益
- ▶ 不良債権比率は他欧州金融機関対比で非常に低い水準



欧州大手金融機関の2025年度半期決算 (フィンランド、デンマーク、ノルウェー)



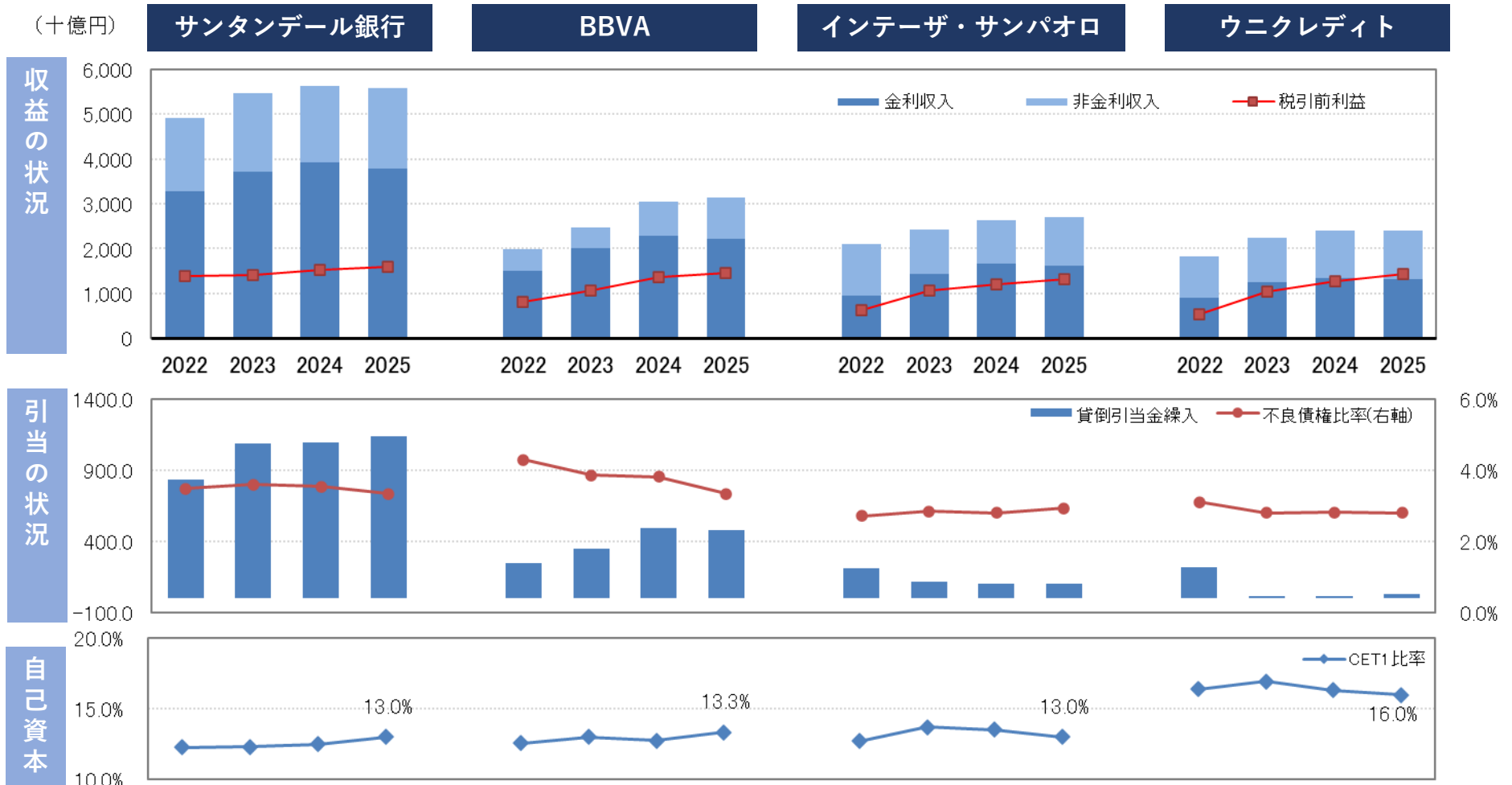
- ▶ 各行ともに純収入および税引前利益は概ね横ばい
- ▶ 引当金および不良債権比率は低位安定



欧州大手金融機関の2025年度半期決算（スペイン、イタリア）



- ▶ 利ザヤの縮小等により金利収入の減少が見られるものの各行ともに増益を確保
- ▶ 不良債権比率は他国対比やや高いが安定的に推移





-
1. 足元の金融市場について
 2. ECBの金融政策について
 3. 欧州大手金融機関決算
 - 4. 個別トピック**

個別トピック（フランス）



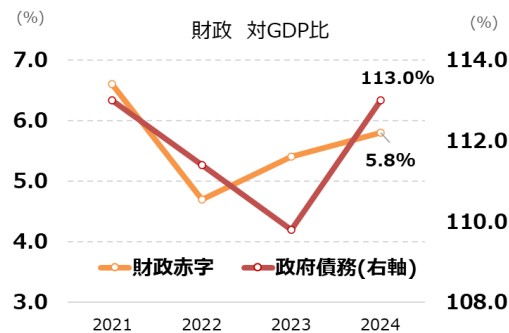
- ▶ マクロン大統領は2年間で5人目の首相として、ルコルニュ元国防相を選出
- ▶ 来年度予算をはじめとする重要法案の成立に向け他勢力との連携を模索

新内閣



- 信任投票における政府の敗北により、国内政治の分断と二極化が深刻化
- 野党との連携には財政政策の軌道修正が不可欠
- 超富裕層への課税政策は野党を敵に回す可能性

2026年度予算



- 2024年の財政赤字は対GDP比5.8%まで上昇、EU基準3%から乖離
- 野党の要求を部分的に取り入れる可能性が高い
- 10月7日までに議会に送る予算案の策定を急ぐ

格付け

	8月末	今後
Fitch	AA-	A+
Moddy's	Aa3	10/24予定
S&P	AA-	11/28予定

- 政治危機の再燃後初となる格付けレビューで、フィッチは引き下げ
- 政府の債務水準の高さ、不安定な政治環境が理由
- 今後の動向は政権基盤の強化と予算案成立が鍵



- ▶ ドイツ政府は7-9月期に引き続き、インフラと防衛への支出を賄うため借入増額
- ▶ 9月14日実施のノルトライン・ウェストファーレン州地方選挙で、極右政党AfDが躍進

債務ブレーキ緩和



- 2029年までに国防費をGDPの3.5%に引き上げる計画を発表（25年950億ユーロ→29年1,620億ユーロ）
- 7月末、国防費増額を盛り込んだ2026年予算案を閣議決定
- 第4四半期に105億ユーロ相当の追加国債発行を見込む。当初より2割多い905億ユーロの資金調達を目指す。

ドイツのための選択肢(AfD)



- ドイツで最も人口の多い州の市町村選挙で、極右政党AfDが躍進。2020年の選挙から得票率を3倍に伸ばした
- 保守的なメルツ首相率いるCDUもまずまずの結果を見せたが、連立政権にとっては初の試練
- AfDは反移民政策を掲げ、9月21日発表の世論調査では支持率トップの26%

個別トピック（イギリス）



- ▶ 政府は財政赤字を縮小するため増税を進めているが、野党や民間企業の反発も
- ▶ Brexit後の移民の大幅増加や治安悪化により、移民問題は国民の一大関心事に

財政



- 財政赤字が拡大、英国債利回りが過去最高の水準に上昇。利払コストが膨らむことで、財政余地を一層圧迫する悪循環に陥る恐れ
- 与党政党基盤の脆弱さにより増税等の財政健全化策に暗雲

移民反対運動



- イギリスの刑務所では外国人収監者が全体の1/8を占め、2013年以降最多
- 移民反対や国粹主義的な主張を唱える人々が集まり、デモは15万人規模に
- 難民申請者のホテル収容にも住民の抗議続く

リフォームUKの台頭

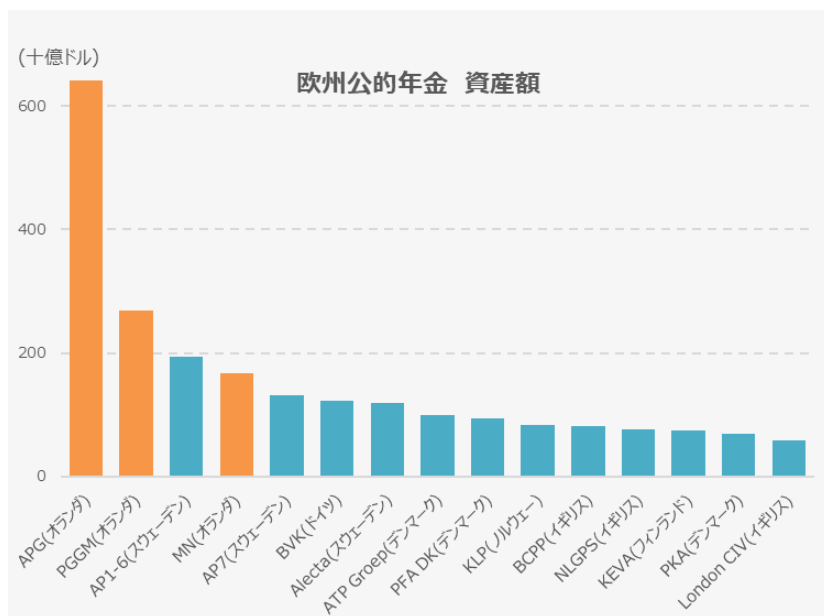


- 1-6月の難民申請者が11万1千人となり過去最高
- “不法入国する”難民の阻止および強制送還を訴え世論調査の支持率首位
- 英下院では4議席しかないものの、5月に行われた地方議会選では大躍進

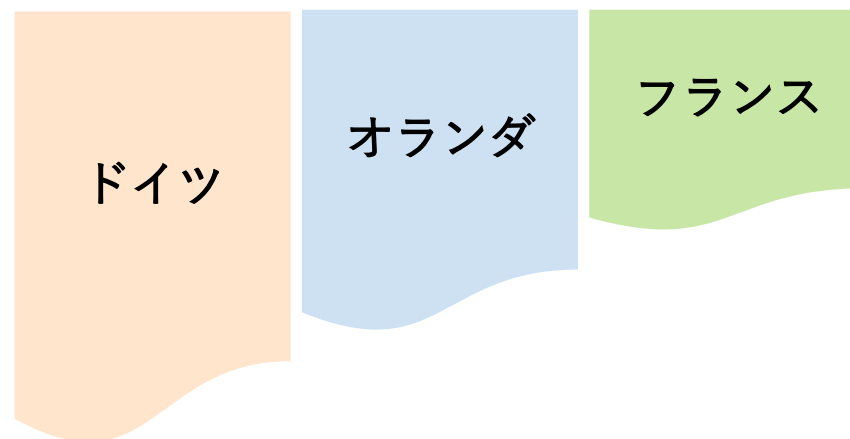
個別トピック（オランダ公的年金）



- ▶ DBからDCへの世界的な流れは特に30年債などの超長期債に影響
- ▶ 金利スワップ市場でオランダ年金の存在感が後退、日本やアジア勢にも影響か



推定売却合計690億ユーロ



- 今後の動き -

- 長期・超長期国債に多く投資していた分を、株式やクレジットなどに転換
- 大型ファンドは来年1月に転換予定
- 今年から来年が国債売却の影響ピーク

- 予想される影響 -

- 売却等による長期債需給の悪化や記録的な水準の国債発行量と相まって債券相場には重石が乗る展開
- 金利スワップのポジションアンワインドによる価格急変動の可能性

個別トピック（EU再軍備）



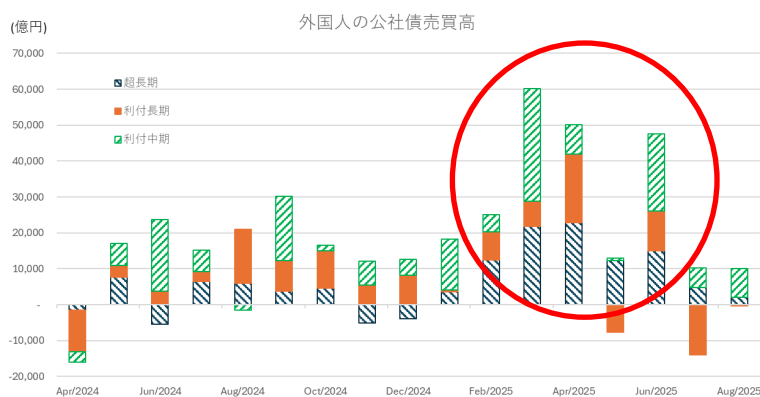
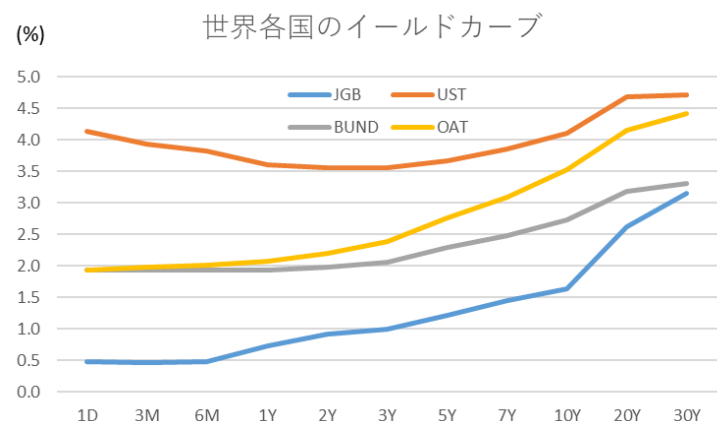
- ▶ SAFEの枠組みに基づき、18加盟国が合計1,270億ユーロを要請
- ▶ EU理事会は、15加盟国に対し過剰赤字手続（EDP）免責を発動

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
<p><u>申請国（2025年7月時点）</u></p> <p>ベルギー、ブルガリア、チェコ、エストニア、ギリシャ、スペイン、フランス、クロアチア、イタリア、キプロス、ラトビア、リトアニア、ハンガリー、ポーランド、ポルトガル、ルーマニア、スロバキア、フィンランド</p> <p>（18か国から計1,270億ユーロの申請）</p>	<p><u>申請国（2025年7月時点）</u></p> <p>ベルギー、ブルガリア、クロアチア、チェコ、デンマーク、エストニア、フィンランド、ギリシャ、ハンガリー、ラトビア、リトアニア、ポーランド、ポルトガル、スロバキア、スロベニア</p> <p>※ドイツは中期財政構造計画決定後に再評価予定 （15か国がEDP免責を申請・承認）</p>

個別トピック（欧州投資家から見たJGB市場）



- ▶ JGBは、他国イールドに比べてもスティープ状態を維持も昨年対比では取引高低調
- ▶ 政治・インフレ・債券需給の不透明感から投資家は様子見スタンス



【海外投資家全般】

- イールドカーブ形状は相対的に魅力的に映る
- 昨年対比ではフローは低調で、その理由は
 - ①「政治的不確実性」
 - ②「インフレ懸念」
 - ③「債券需給の不均衡」
- 取引高は2025年初に大きく増加した後、直近では減少傾向。過去と比して存在感は大きい
- 一部リアルマネーからは英国債超長期から日本国債超長期への切り替えを検討する声も
- 超長期国債先物を本格的に扱う投資家はまだ少ないものの、徐々に浸透

【欧州投資家】

- 通貨スワップコストの上昇によりユーロ圏投資家は購入意欲低い

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。