

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12月24日 🎄



信金インターナショナル

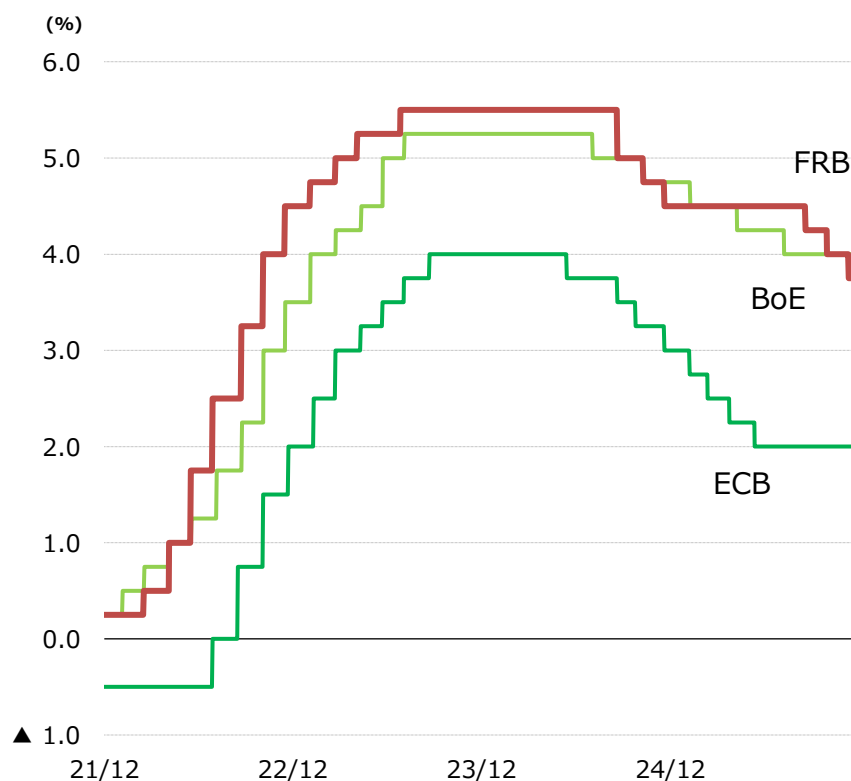


-
1. **金融市場・経済情勢について**
 2. ECBの金融政策について
 3. 個別トピック

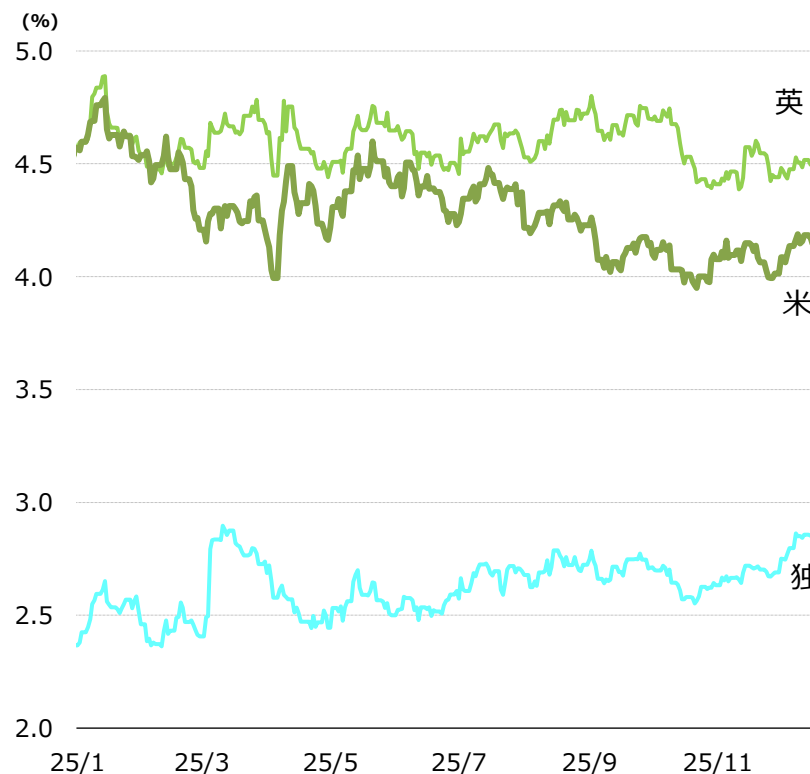


- ▶ 中立金利に達したECBは利下げを停止。インフレ懸念からBOEは緩やかな利下げを継続
- ▶ 独金利は、発行増や景気回復期待から年末にかけて上昇基調

主要政策金利



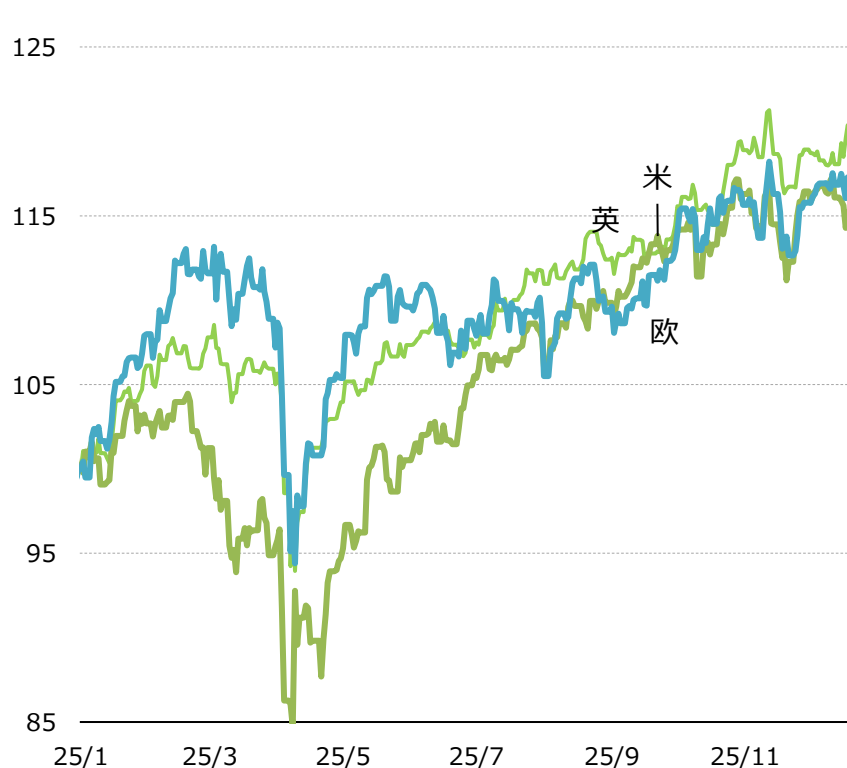
主要10年国債金利



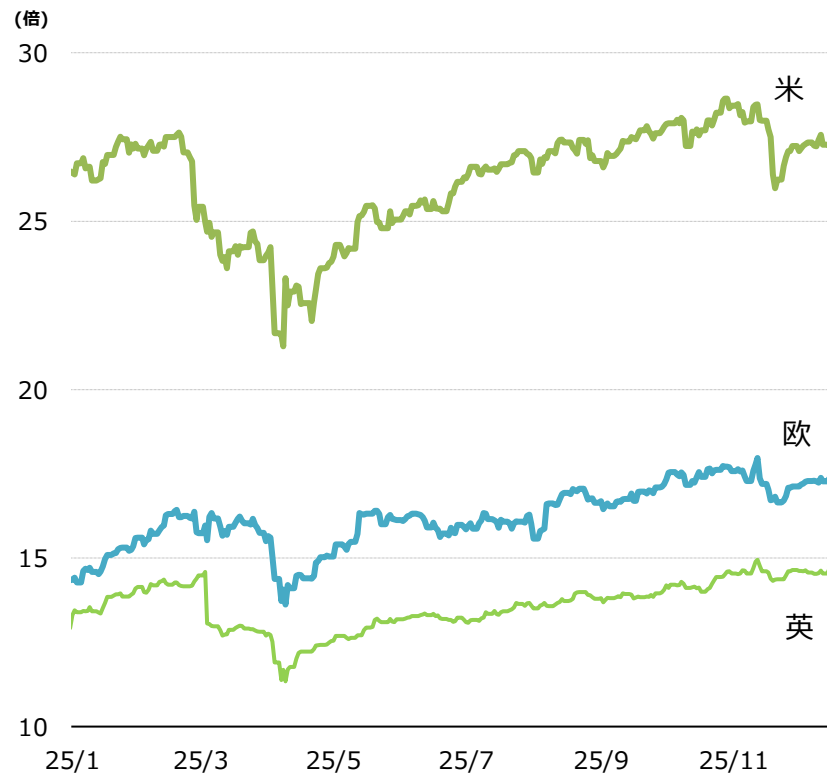


- ▶ 4-6月頃は米国からの資金フローにより上昇が顕著であったが、足元は米国に沿った動き
- ▶ 年初から上昇しているが、米国と比較すると予想PERは低位での推移が継続

主要株価指数（2024年末 = 100）

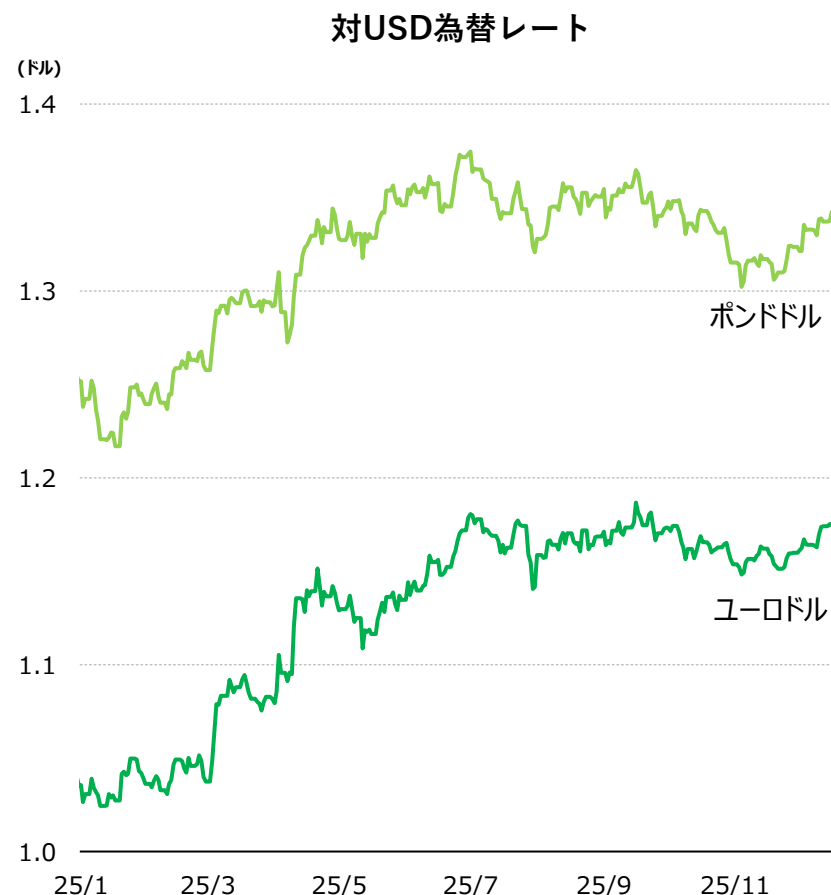
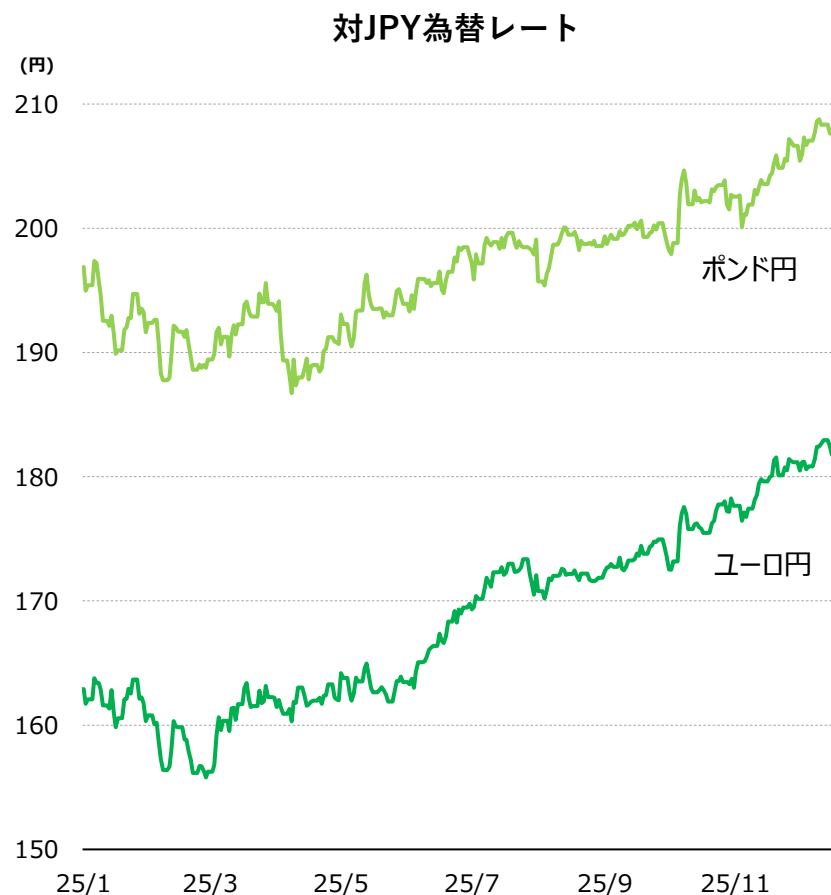


株価指数予想PER





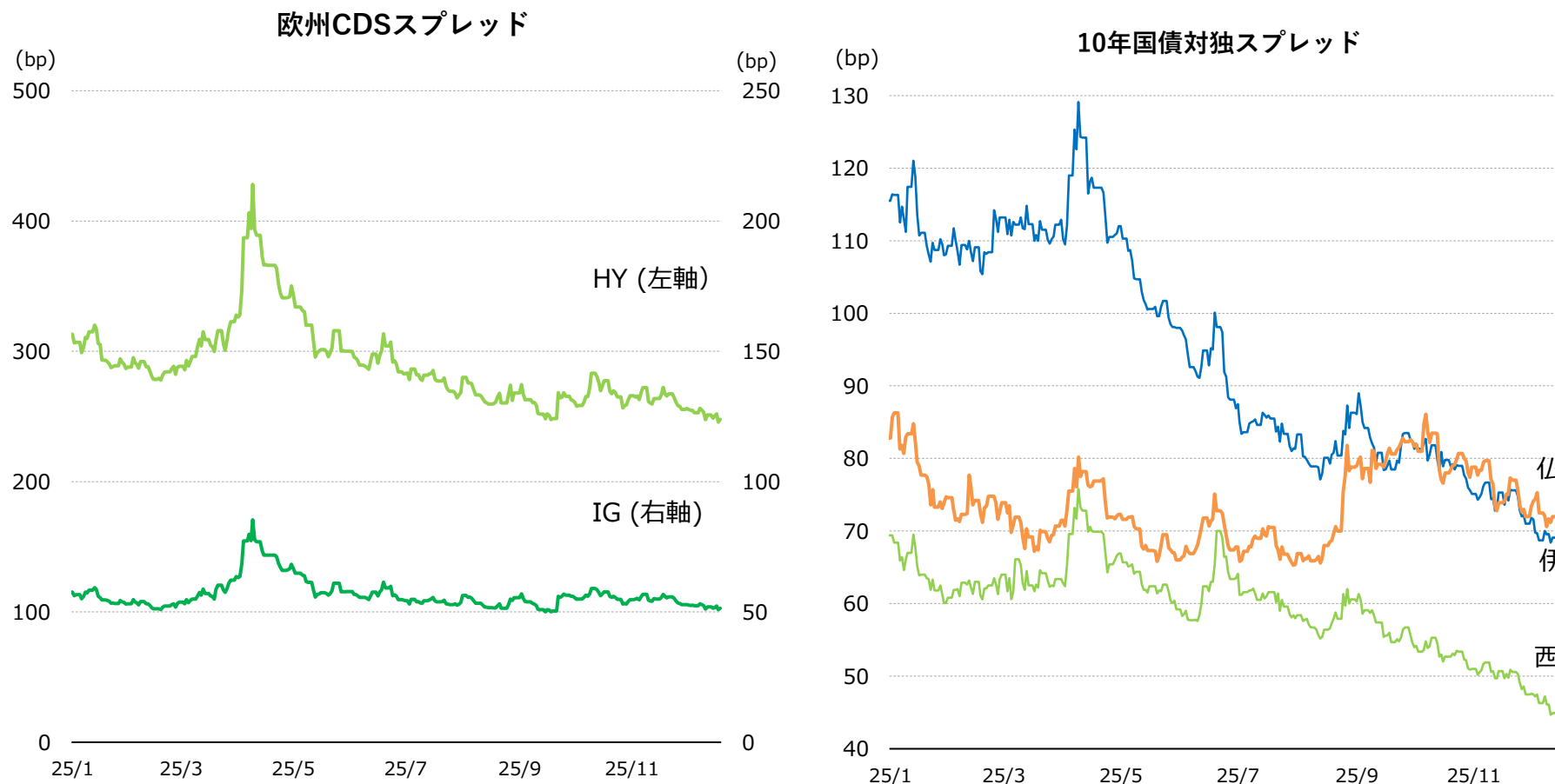
- ▶ 対JPYでは円安トレンドが足元加速
- ▶ 対USDについては、関税合意後はレンジ内での推移



欧州クレジット市場



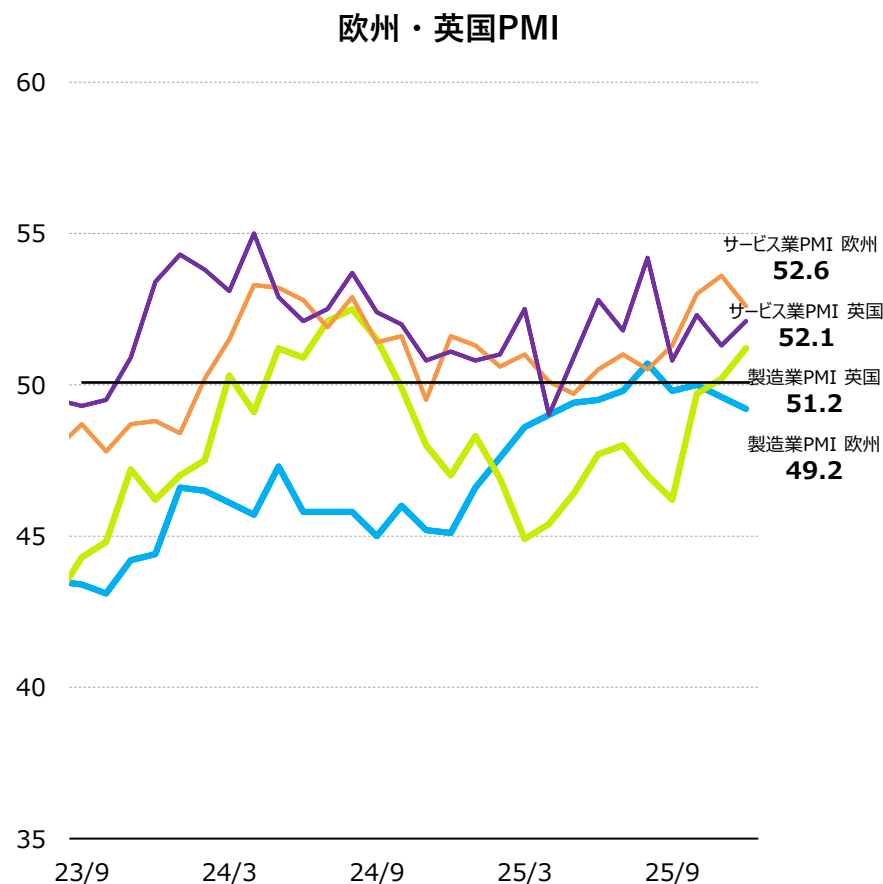
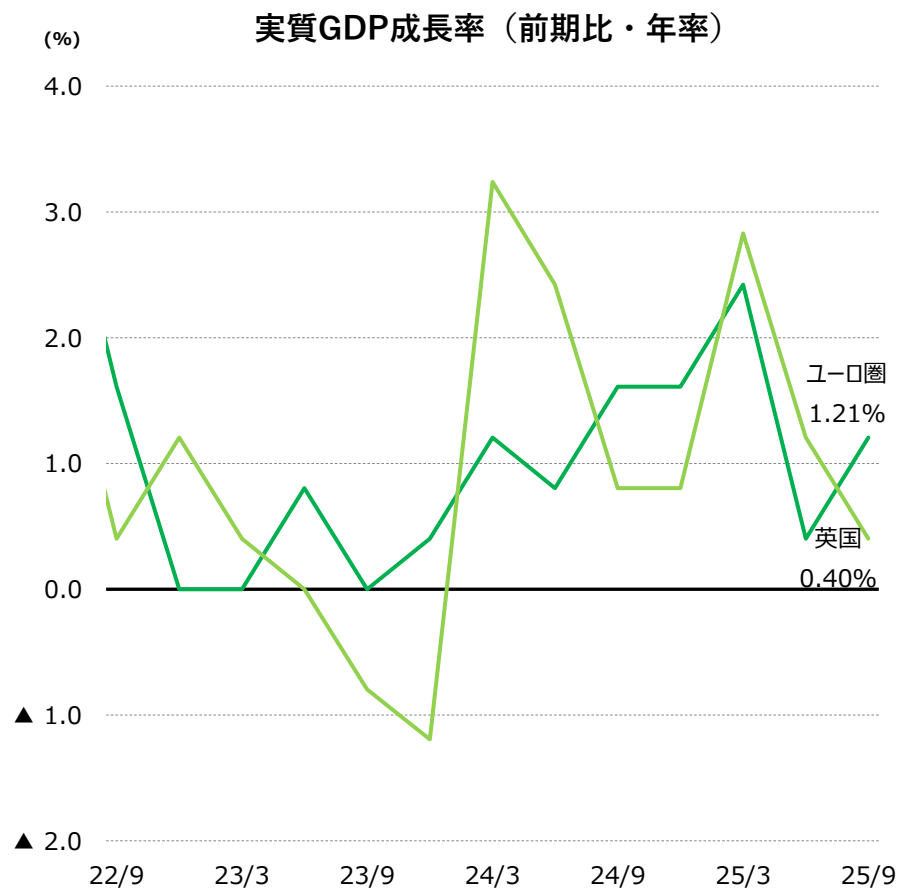
- ▶ 企業のクレジットスプレッドはタイトニング基調が継続
- ▶ 政局不安でワイドニングしたフランス国債の対独スプレッドは足元でタイトニング



欧州景気動向



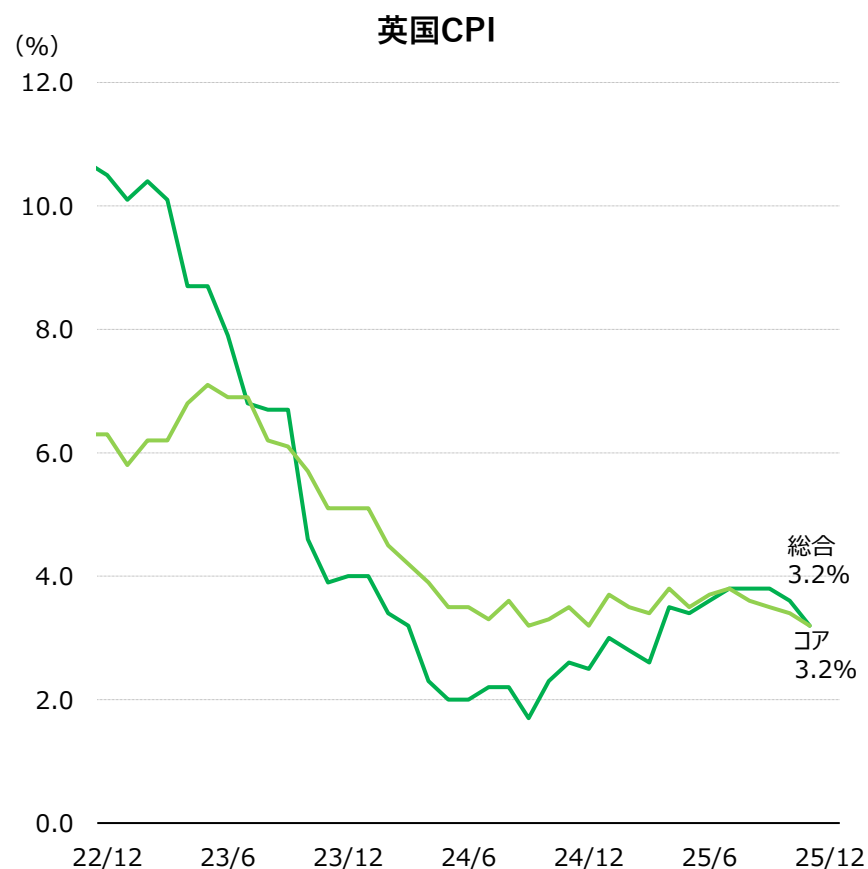
- ▶ 米関税の影響による振れ幅はあるが、欧州・英国ともプラス成長が継続
- ▶ サービス業>製造業の構図は変わらずで、英国はサービス業・製造業ともに回復基調



欧州インフレ率

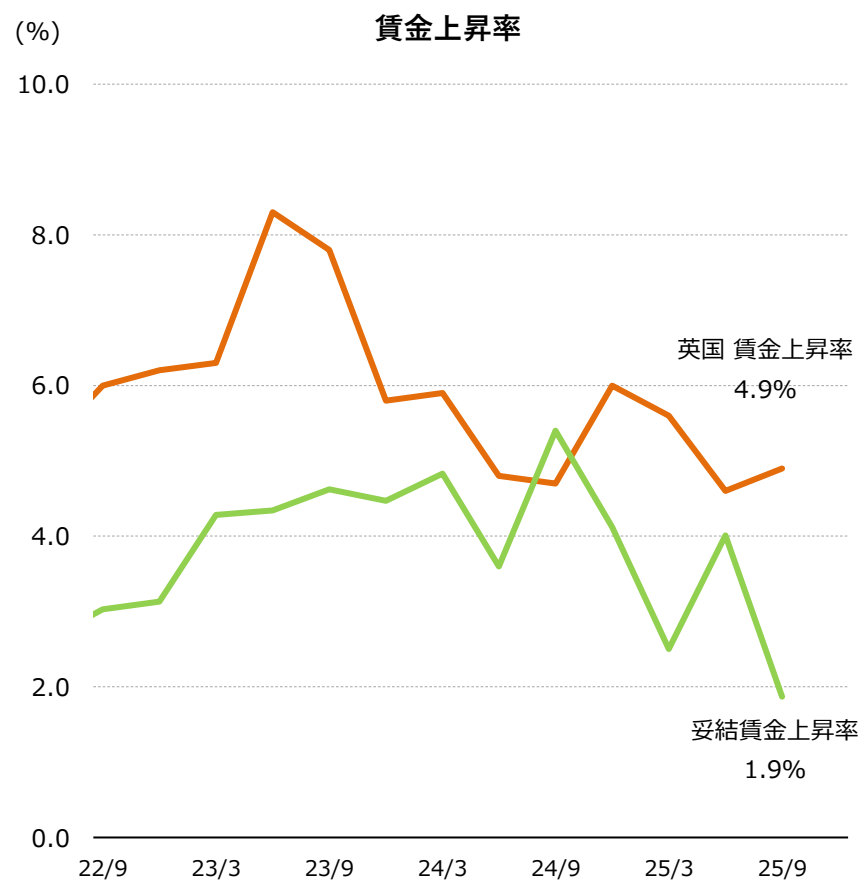
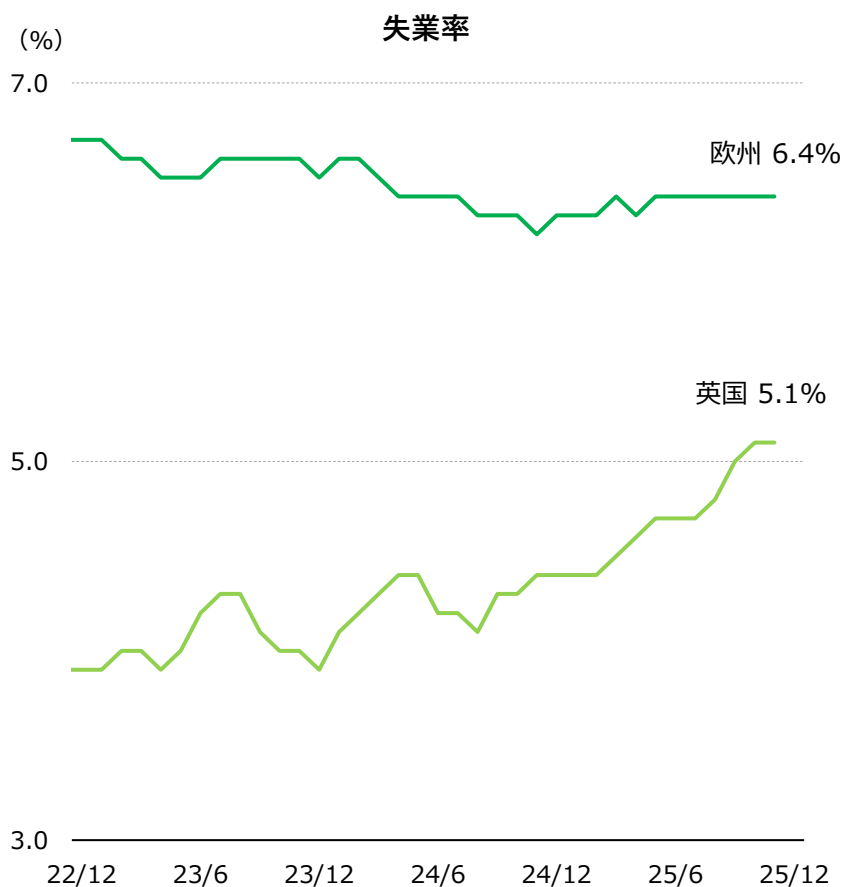


- ▶ 欧州はユーロ高や賃金上昇率の鈍化からECBの目標水準付近で安定的に推移
- ▶ 英国は、総合CPIの上昇が続いていたが、足元で急速に鈍化





- ▶ 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、英国は足元で横ばい、欧州は一段と低下



各機関の欧州経済見通し



- ▶ 潜在成長率並の成長、2%程度のインフレ率の継続の見込み
- ▶ ECBは今月の理事会で、来年の成長率・インフレ率を上方修正

GDP成長率	2025.12	2026.12	2027.12
ECB	1.4% (+0.2%)	1.2% (+0.2%)	1.4% (+0.1%)
IMF	1.2% (+0.2%)	1.1% (-0.1%)	-
OECD	1.3% (+0.3%)	1.2%	1.4%
市場予想	1.4% (+0.1%)	1.2% (+0.1%)	1.4% (-0.1%)

失業率	2025.12	2026.12	2027.12
ECB	6.3% (-0.1%)	6.2% (-0.1%)	6.1%
IMF	6.4%	6.3%	-
OECD	6.4%	6.2%	-
市場予想	6.4% (+0.1%)	6.3%	6.1% (-0.1%)

インフレ	2025.12	2026.12	2027.12
ECB	2.1%	1.9% (+0.2%)	1.8% (-0.1%)
IMF	2.1%	1.9%	-
OECD	2.1% (-0.1%)	1.9% (-0.1%)	2.0%
市場予想	2.1%	1.8%	2.0%

コアインフレ	2025.12	2026.12	2027.12
ECB	2.4%	2.2% (+0.3%)	1.9% (+0.1%)
IMF	-	-	-
OECD	2.4% (+0.2%)	2.1% (+0.1%)	2.0%
市場予想	2.4%	2.1% (+0.1%)	2.0%

※ () は前回記載時 (2025年9月時点) からの変化幅

※公表時期 ECB: 2025年12月、IMF: 2025年10月、OECD: 2025年12月



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



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%・ <u>預金ファシリティ金利</u> : 2.00%
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<u>完全停止</u> (残高約23,371億ユーロ (2025年11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">・ 2024年末に再投資を<u>完全停止</u> (残高約14,314億ユーロ (2025年11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・ <u>TLTROの実施なし</u> (残高約112億ユーロ (2025年11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高官の発言および立ち位置



▶ タカ派の一部は利上げに言及、ハト派では利下げスタンスがトーンダウン

政策理事会

中銀総裁



ラガルド総裁

- ・インフレの不確実性は平時に比べれば高い状況
- ・我々は良い位置にいるが、固定されているわけではなく **全ての選択肢を保持し会合毎にデータに基づき決定**
- ・ECB総裁人事については、ECBの外で決まる話だが、適切な候補者はたくさんいる (12/18)



チポローネ



レーン



エルダーソン デギンドス副総裁



シュナーベル



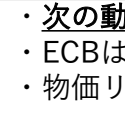
ビルロワドガロー



パネッタ



エスクリパ



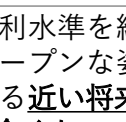
- ・ **次の動きが利上げとは限らない**
- ・ ECBは会合毎に決定くださ
- ・ 物価リスクは特に下向きにある (12/19)



スレイベン



ナーゲル



- ・ 現在の好ましい金利水準を維持しつつ 今後は柔軟かつオープンな姿勢が賢明
- ・ 一部で噂されている **近い将来の利上げ** を予想する理由は全くない (12/10)



ストゥルナラス



レーン



ペレイラ



ウンシュ



マクルーフ



コッハー



シムカス

- ・ 12月会合だけでなく、その後の会合でも **金利変更は必要はない**だろう
- ・ データ上、インフレや経済成長に係るリスクは概ね均衡している (12/10)



パツェリデス



シクルナ



カザークス



ミュラー



ブイッチチ



カジミール



シクルナ



ライニッシュ

- ・ **次の金利の動きは利上げになると予想**
- ・ 景気は予想よりはるかに底堅い
- ・ 特定の数値に縛られないことが重要であり 注目すべきはマクロ全体の動向 (12/8)

ハト派

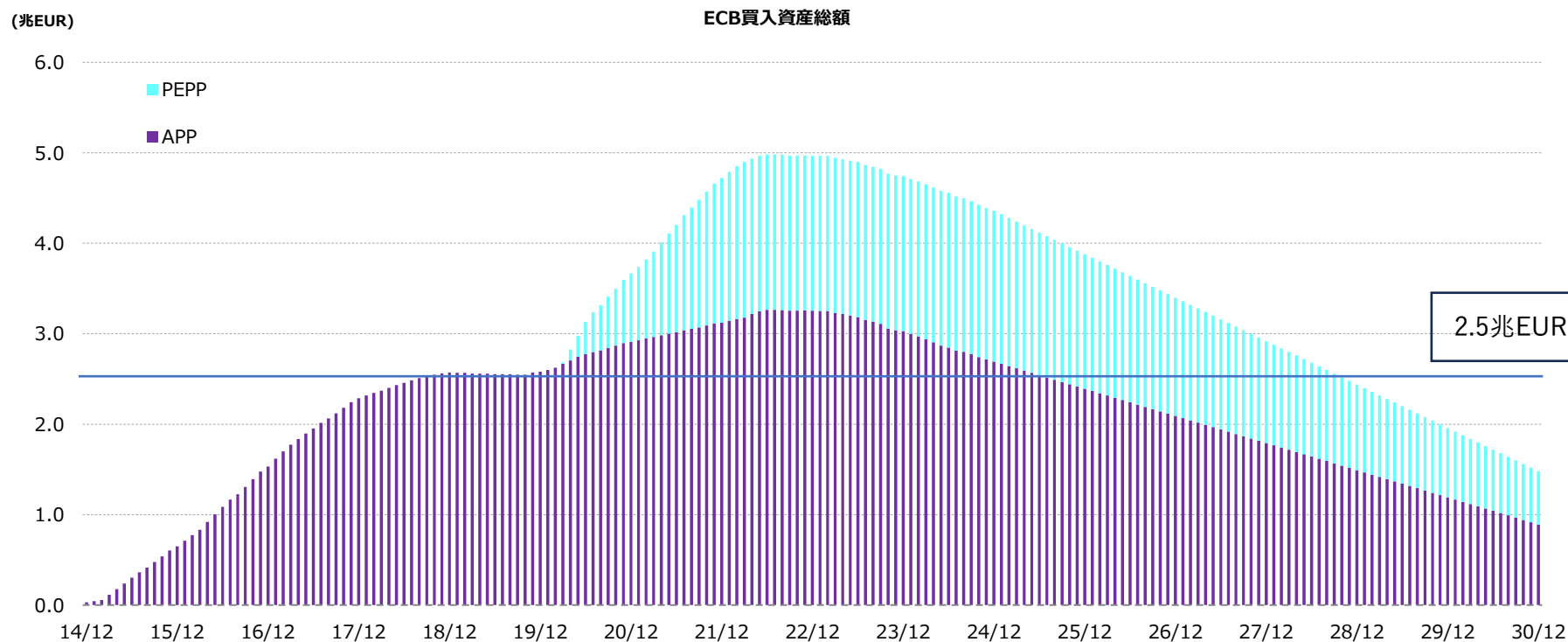
ニュートラル

タカ派

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
- ▶ 他中銀と異なり、QT縮小/停止の議論は無く、QTは今後数年継続の見込み



(APPは250億EUR/月償還、PEPP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



- ▶ 2026年は据え置きが見込まれるが、利上げの地ならしが始まる可能性も
- ▶ 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

	2026.3	2026.6	2026.9	2026.12	2027.3	2027.6
当社	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.25%
A社 (日系)	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.25%	2.25%
B社 (米系)	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
C社 (英系)	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
D社 (仏系)	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
市場※	1.95%	1.94%	1.96%	2.06%	2.06%	2.19%

※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、景気回復に沿って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

	2026.3	2026.6	2026.9	2026.12	2027.3	2027.6
当社	2.90%	2.95%	3.00%	3.05%	3.10%	3.15%
A社 (日系)	2.60%	2.70%	2.80%	2.90%	3.00%	2.90%
B社 (米系)	2.65%	2.65%	2.75%	2.75%	2.75%	2.85%
C社 (英系)	2.75%	2.78%	2.80%	2.85%	2.88%	2.92%
D社 (仏系)	2.90%	2.95%	3.05%	3.10%	3.15%	3.20%
市場※	2.98%	3.03%	3.08%	3.13%	3.17%	3.22%

※市場のフォワードカーブから試算



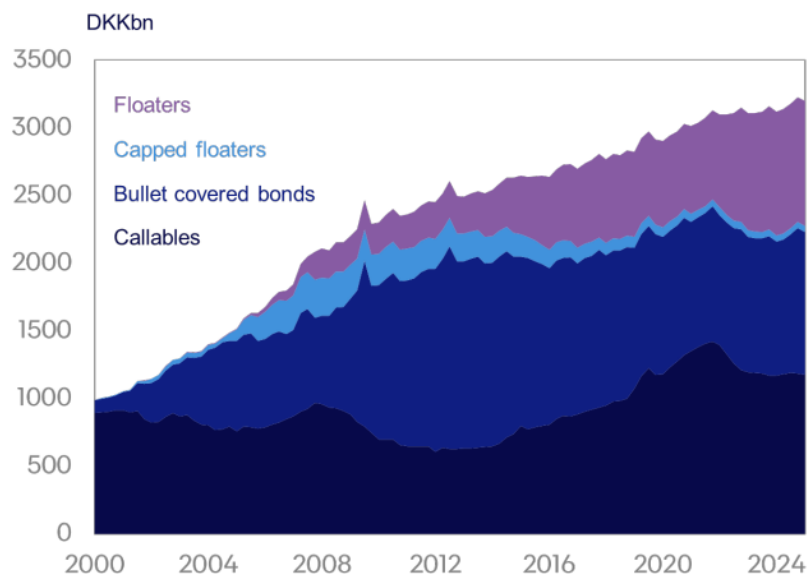
-
1. 足元の金融市場について
 2. ECBの金融政策について
 - 3. 個別トピック**

個別トピック（デンマークカバードボンド①）



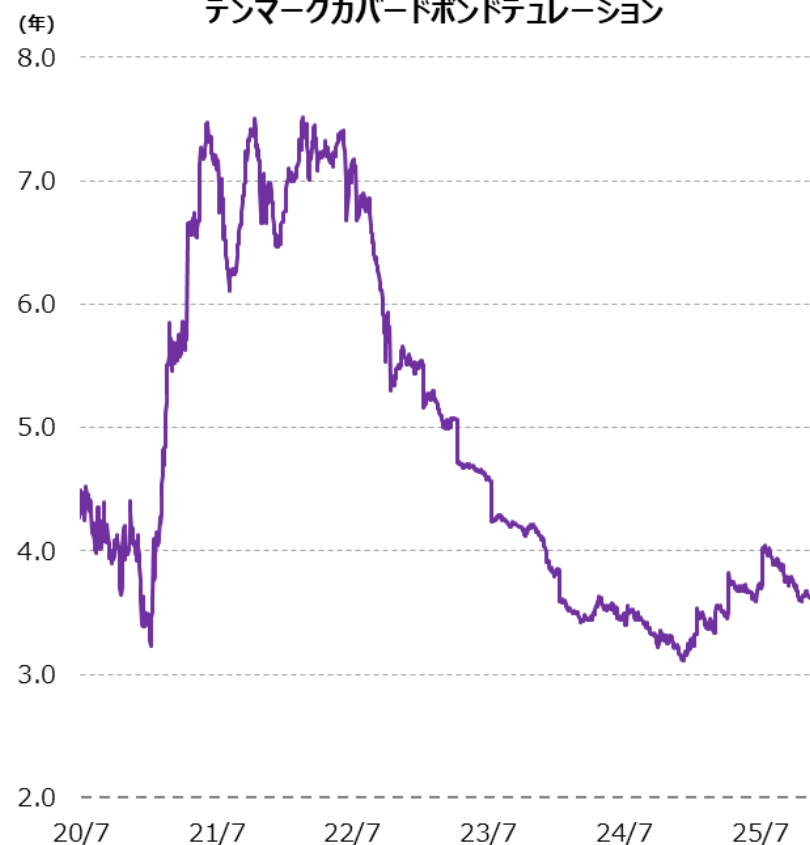
- ▶ デンマークカバードボンドの発行残高は増加基調で推移
- ▶ 長期債発行の一服から足許でデュレーションは短期化傾向

Segments in The Danish Covered Bond Market



Source: Nykredit Markets

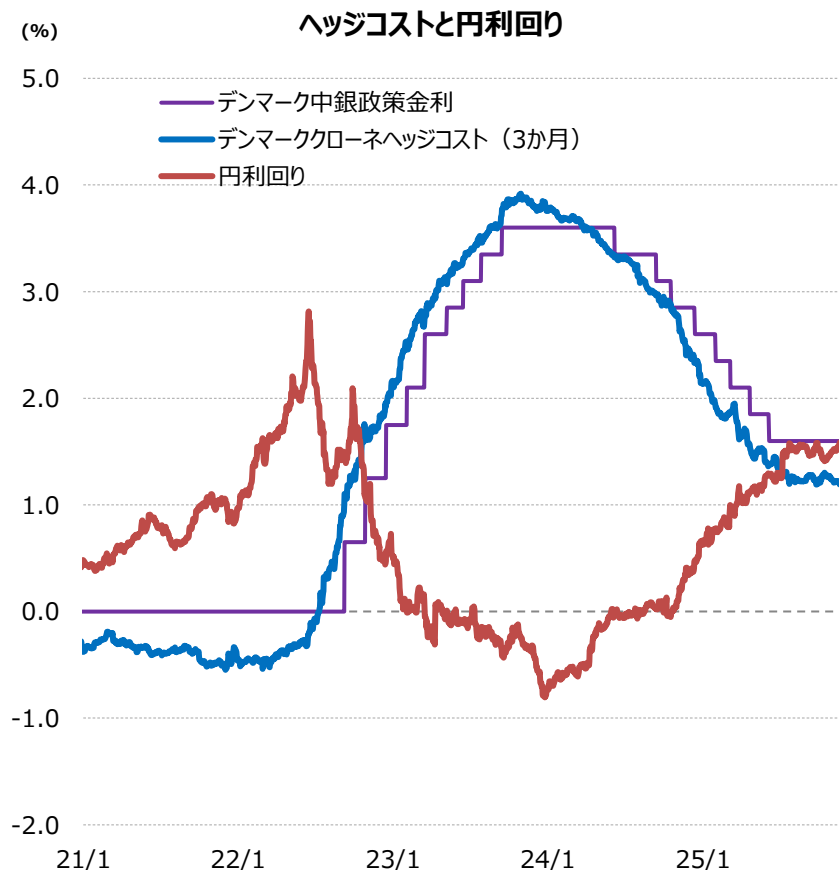
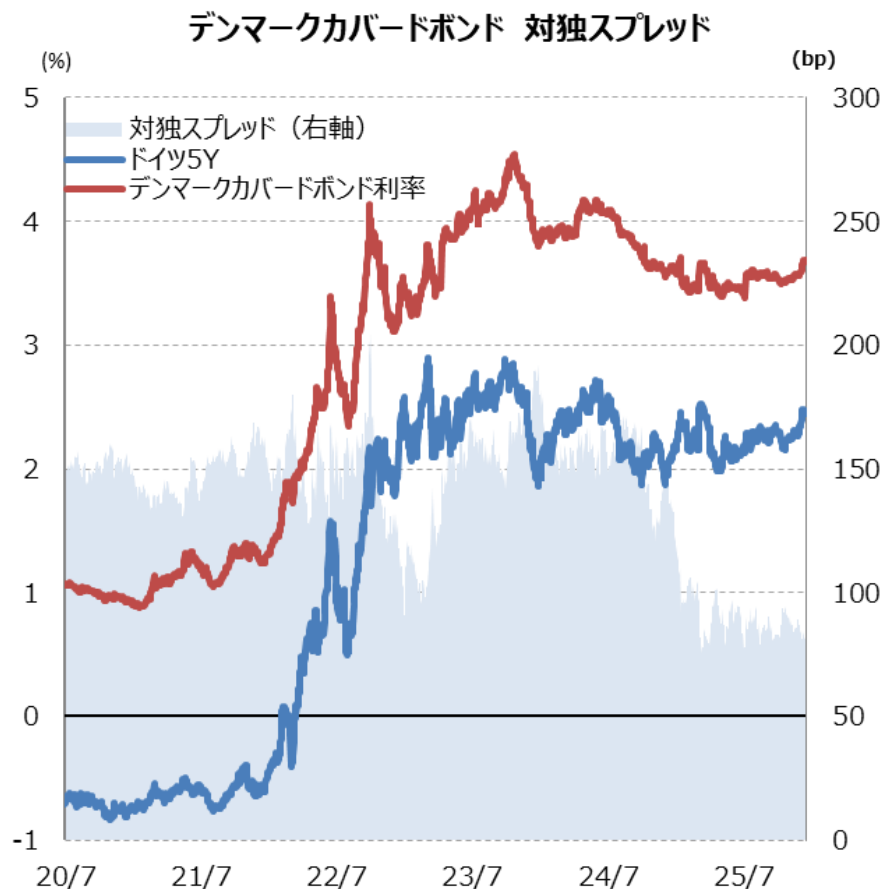
デンマークカバードボンドデュレーション



個別トピック（デンマークカバードボンド②）



- ▶ デンマークカバードボンドの利率および対独スプレッドはレンジ内で推移
- ▶ デンマーク中銀の利下げでヘッジコストは低下、ヘッジコスト考慮後円利回りは改善

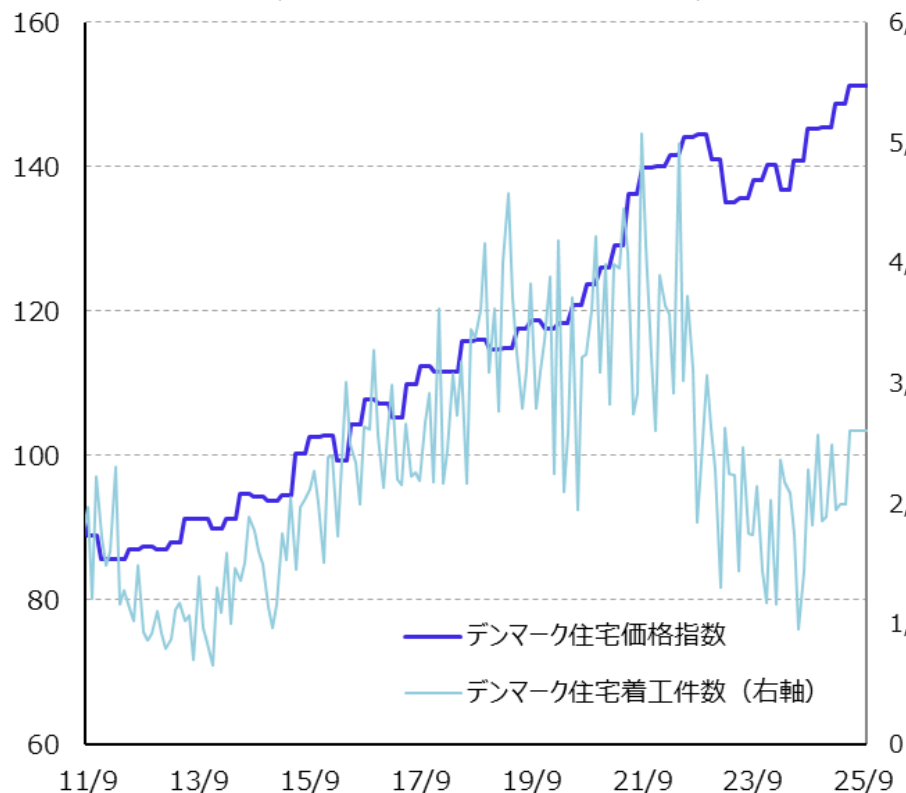


個別トピック（デンマーク住宅市場の動向等（ご参考））

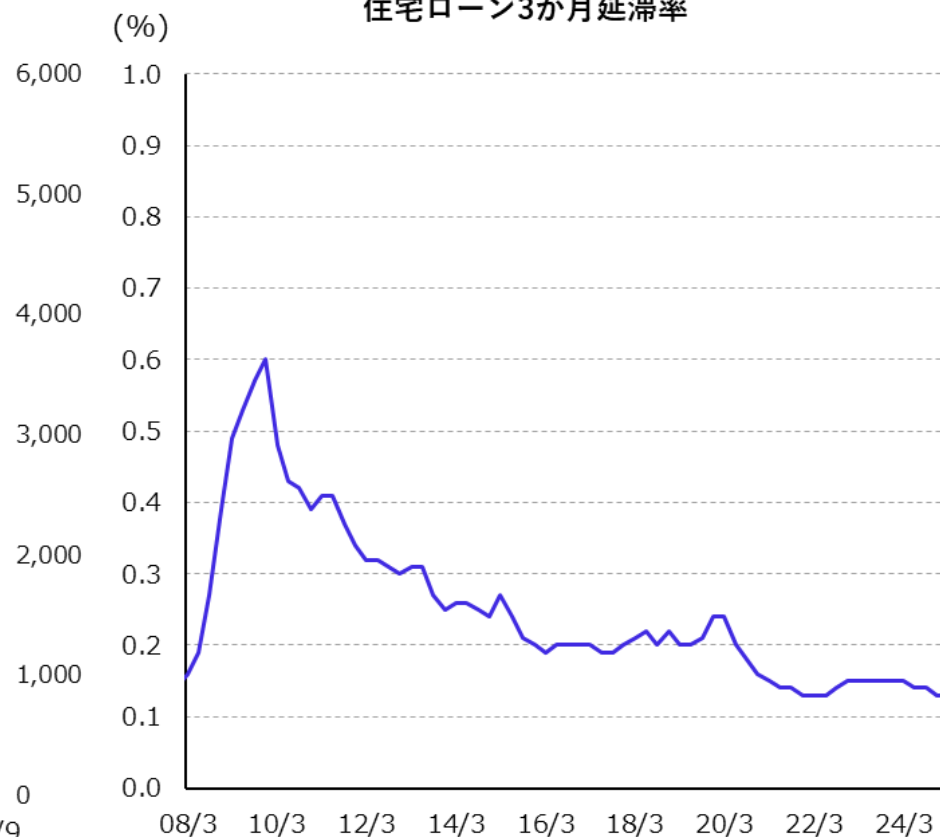


- ▶ 住宅新規着工は金利上昇、建築コストの高騰および資材供給制約等を背景に低迷が継続
- ▶ 実質所得や貯蓄率の増加等を背景に住宅ローン延滞率は非常に低い水準で推移

デンマーク住宅市場状況
(住宅価格指数：2015年 = 100)



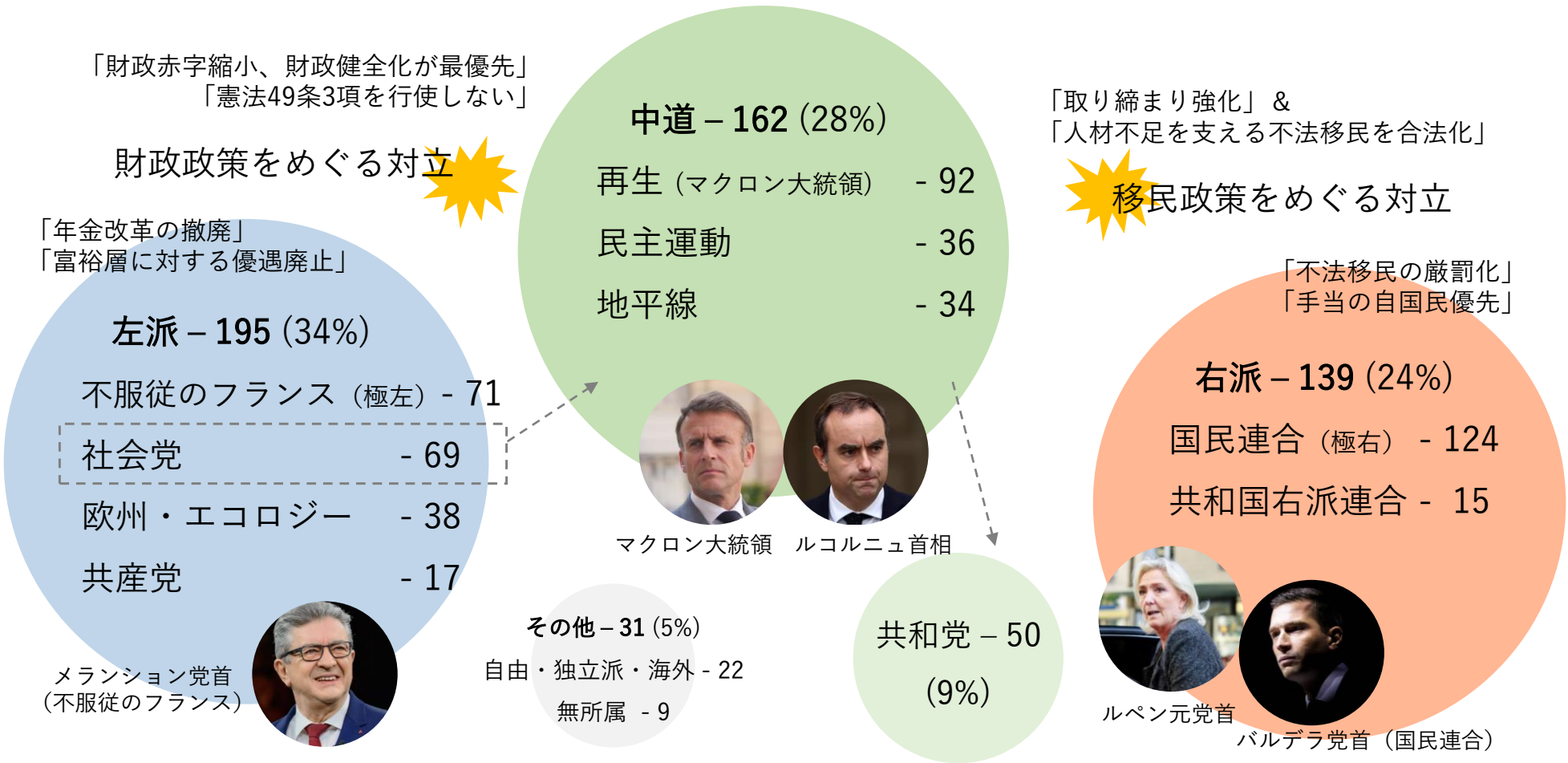
住宅ローン3か月延滞率



個別トピック（フランス①）



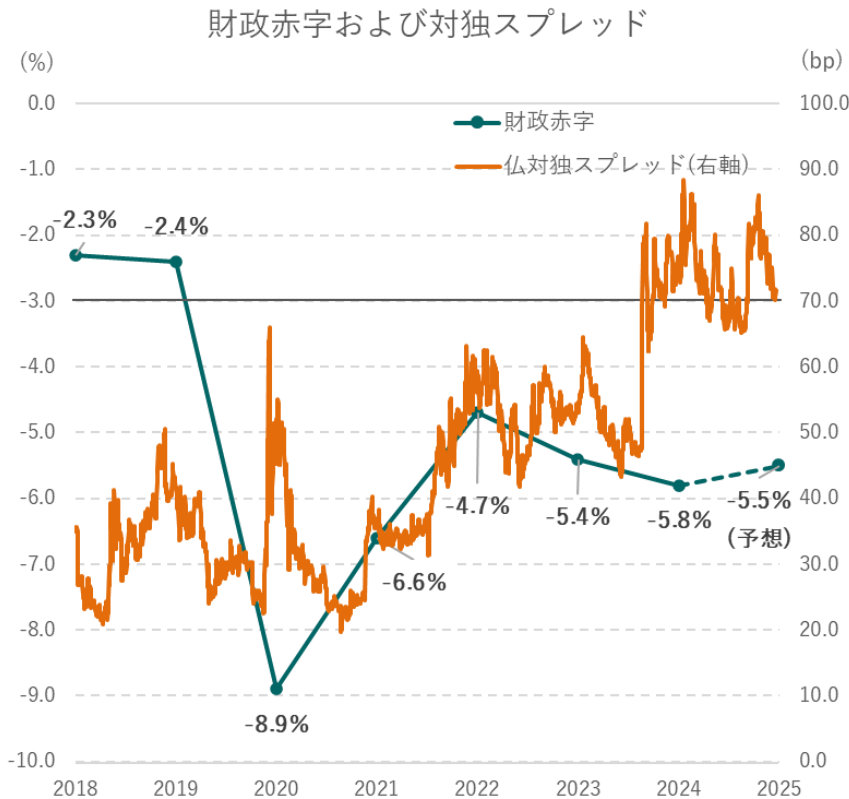
- ▶ 国民議会が三極化する中、政府は予算の成立に向け、綱渡りの議会運営を迫られている
- ▶ 年金改革の調整を通じて社会党の協力を引き出した一方、与党陣営内の求心力は低下



個別トピック（フランス②）



- ▶ 政治・財政不透明感がリスクプレミアムを押し上げ、対独スプレッドは高水準で推移
- ▶ 財政赤字はEU基準を大きく上回り、分断議会の下で来年度予算による是正も難航



大統領選までの今後の予定

2025年12月19日	合同特別委員会決裂 →国家予算交渉は2026年に延期
2025年年内	前年予算を繰り延べる「特別法案」 議会にて検討、採決予定
2026年1月	国家予算修正案 上下院再審議
2026年2月上旬	(合同委員会の再招集の可能性)
2026年2下～3月	国家予算案 最終採決
2026年3月	統一地方選（大統領選の前哨戦）
2026年秋	2027年度予算 予算協議
2026年秋～冬	各政党による予備選挙 (大統領選挙候補者一本化)
2027年4月頃	大統領選 第1ラウンド（予想）

格付け	現在	今後の見直し予定
Moody's	Aa3 [ネガティブ]	未定 (前回10/24)
S&P	A+ [安定的]	未定 (前回10/17)
Fitch	A+ [安定的]	2026年3月6日

個別トピック（ドイツ①）



- ▶ 2025年選挙ではメルツ首相率いるCDU/CSUだけでは過半数維持できず、SPDと連立政権
- ▶ 物議を醸した年金法案は議会の承認を確保、連立政権崩壊に繋がりにかねない事態を回避

<年金改革パッケージを巡る対立>（12月5日可決）



メルツ首相
(CDU党首)

社会の様々なグループの立場を尊重しなくてはならない。この年金法案の内容は、連立与党の間で決まったことだ

1. 年金水準の維持 ←
2. 「アクティブ年金」の創設
3. 母親年金の拡充



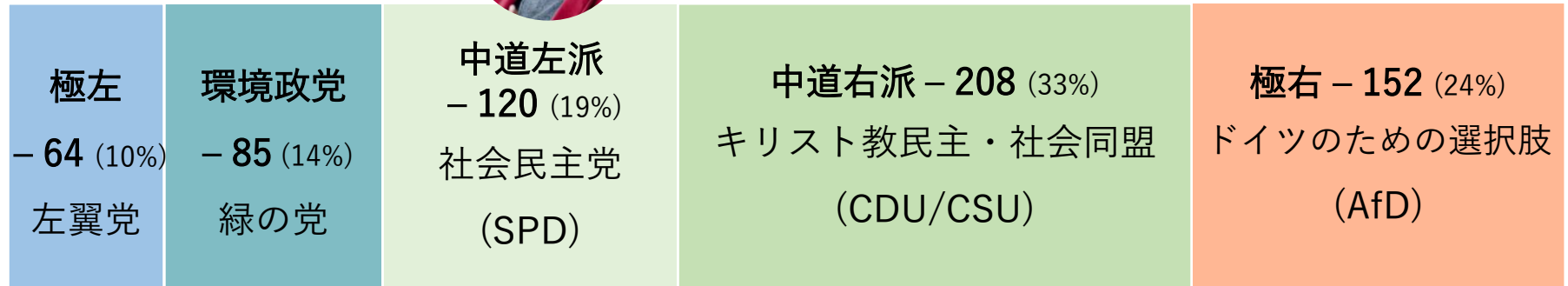
ヴィンケル代表
(CDU/CSU-JU)

年金法案は、我々の世代に大きな負担を課すものであり、絶対に受け入れられない

バース労働・社会大臣
(SPD共同党首)



年金改革法案を可決できない場合、連立政権は「不安定な」将来に直面する



“貧困層支援”
“反資本主義政策”

“環境政策”
“社会的自由”

“労働者寄りの
社会政策”

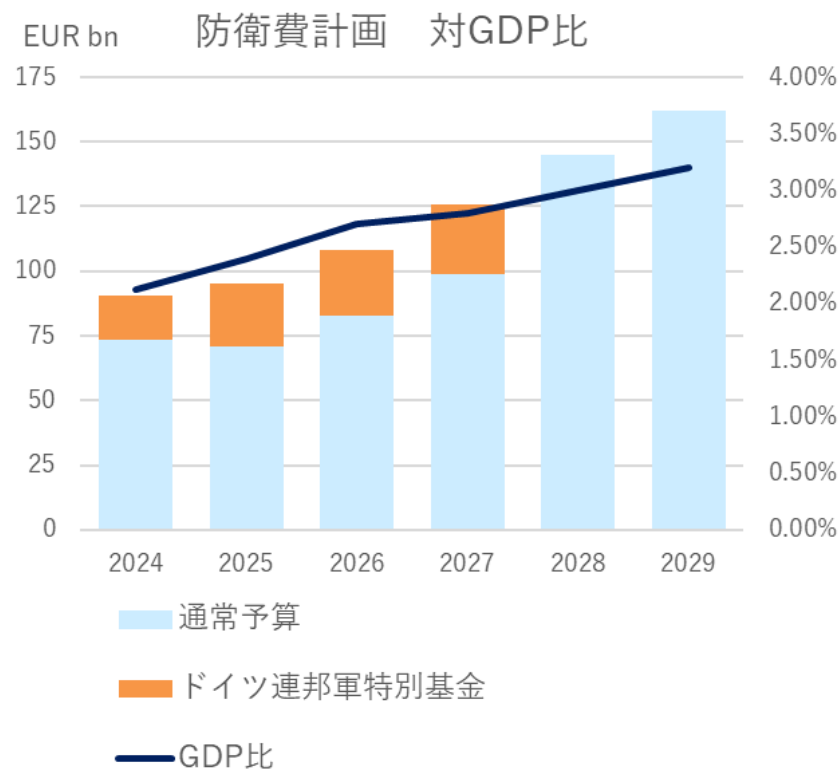
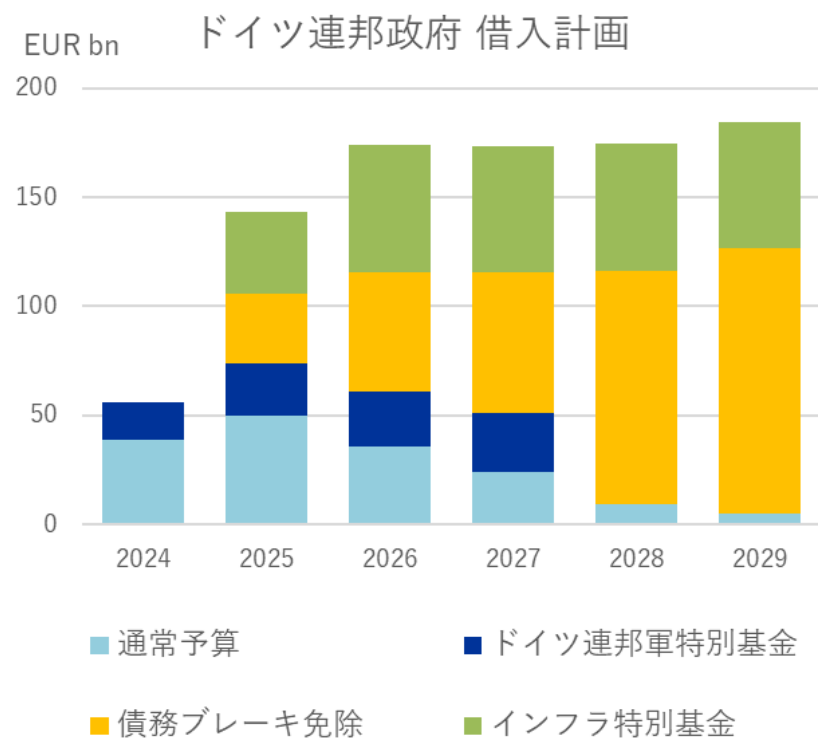
“保守的で市場経済を重視”
---連立政権によって変化か

“厳格な移民政策”
“ナショナリズム”

個別トピック（ドイツ②）



- ▶ 防衛費拡大・インフラ投資に向けて、大規模な財政拡張が継続する見込み
- ▶ 政府は2029年までに国防費をNATO目標である3.5%程度まで引き上げる計画

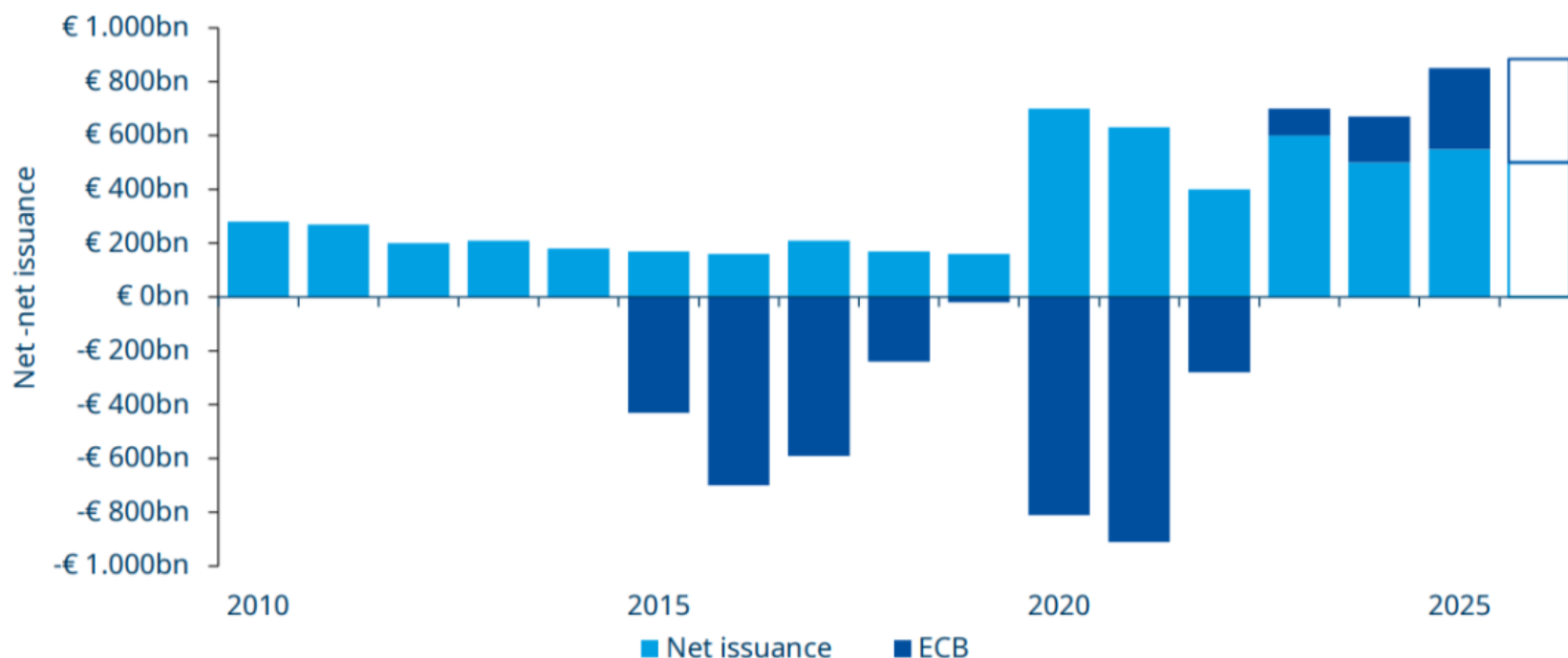


個別トピック（欧州債発行）



- ▶ 来年の純発行額（ECB保有縮小考慮後）は過去最高水準となる見込み
- ▶ 欧州各国政府は、発行年限の短期化や国債の新たな買い手を模索

Net-net issuance



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Data is as of 26 November 2025.

個別トピック（イギリス）



- ▶ 政府は秋季予算案を発表。財政安定化に向け、年間260億ポンド超の増税を盛り込む
- ▶ 秋季予算案発表日の朝、ロンドンでは農民デモが発生、食品業界も不満を募らせる

英国 秋季予算案の主なポイント

所得税の税率区分の基準所得を据え置き
賃金上昇で実質増税

BEVおよびプラグインハイブリッドに走
行距離税導入（2028年4月より）

不動産・配当・貯蓄所得への課税を2ポ
イント引き上げ。高級住宅には高額カウ
ンシルタックス追加課税を導入

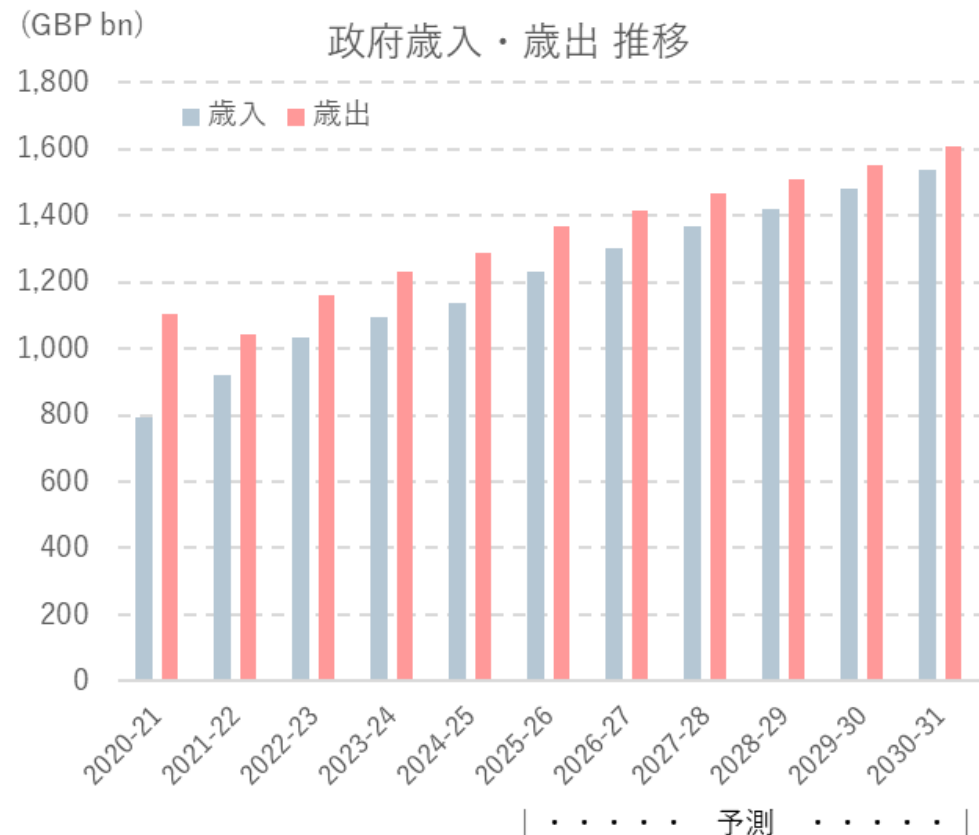
家庭用エネルギー料金を1世帯あたり年
間平均150ポンド引き下げ

規定鉄道運賃・燃料税・処方箋料金の値
上げ見送り

最低賃金の引き上げ（2026年4月から）

国民医療サービスの待機患者の削減、新
たな地域保健センター250カ所の設立

経済成長の促進策として、議会会期中に
1,200億ポンド超の公共投資を実施



ロンドン現地の生活感



- ▶ クリスマスシーズンに入り、クリスマス会に向けたパブの予約は前年比大幅増
- ▶ 一方、非食品の買い控えが先行しており、クリスマス商戦で消費者は慎重姿勢

パブはクリスマス会で盛況



マーストンズ（大手パブグループ）ではクリスマスシーズンの予約数が11月末時点で前年比11%増との報道も

ショッピングストリートは閑散



パークレイズは11月のカード支出が前年同期比で1.1%減少したと発表（2021年2月以来最大の減少幅）

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。