

# 欧州G10通貨週報

2024年7月22日

みずほ銀行欧州資金部  
シニア為替ストラテジスト  
中島將行  
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

Private and confidential

MIZUHO

## 直近の主な動き一覧（1 / 3）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
英国 経済	英国の6月消費者物価指数(CPI)の伸び率は前年比+2%と5月から横ばい。同+1.9%への減速を見込んでいた市場予想を上回った。また、サービス価格の伸び率も前年比+5.7%と5月から横ばいで高止まりが続いている。(7月17日)	英金利上昇、ポンド高。 6月に米人気歌手テイラー・スウィフトが英国各地で公演を行ったことが、サービス価格の中に含まれるホテル代や鉄道・飛行機の運賃の価格押し上げに影響した可能性がある。もっとも、こうした「一時的」な要因を考慮しても、サービス価格の高止まりが継続し、高インフレの粘着性が意識される状況には変わりがない。
英国 経済	5月までの3か月間の英国の週平均賃金の伸びは、前月の前年比+6%から同+5.7%へ低下。BOEが重視する民間部門の賃金の伸びはより大きく鈍化した。(7月18日)	英金利低下、ポンド安。 賃金の伸び低下のほか、失業率の高止まり及び求人率の低下傾向は、労働需給の逼迫が引き続き緩和しつつあることを示唆している。
英国 経済	英国の6月小売売上高は前月比▲1.2%と5月分の同+2.9%から大きく減少。市場予想(同▲0.6%)を下回った。(7月19日)	英金利低下、ポンド安。 悪天候の影響もあると見られるが、イングランド銀行にとっては8月利下げをやや支持する内容。
英国 政治・外交	英国のチャールズ3世が労働党新政権の施政方針を読み上げ。(7月17日) 欧州政治共同体(EPC)首脳会合を英国で開催。スターマー首相はウクライナへの支援を進めると共に、欧州の喫緊の課題である不法移民対策や気候変動、エネルギー安全保障に取り組むため、欧州での協力を深めるよう呼びかけた。(7月18日)	当面はニュートラル。 金融市場の観点からは、「国富ファンド」の創設や、再生エネルギーへの投資拡大が、対内直接投資の流入拡大を伴う形で進展するか、また、保守党政権下で悪化したEUとの関係性の改善に向けた取り組みが、貿易拡大につながるかが注目される。

注：赤字は後続スライド参照。

## 直近の主な動き一覧（2 / 3）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
ユーロ圏 経済	ユーロ圏 <b>5月分の鉱工業生産</b> は前月比▲0.6%と約半年ぶりの落ち込みの大きさに。(7月15日)	ドイツ金利低下、ユーロ安。 ユーロ圏の鉱工業生産は、域内最大の製造業大国ドイツを中心に低迷から脱していない。
ユーロ圏 経済	<b>ドイツZEW景況感指数</b> 期待指数は6月の+47.5から+41.8へと低下。(7月16日)	ドイツ金利低下、ユーロ安。 ZEWはドイツの輸出が5月に予想以上に鈍化したこと、フランスの政治的不確実性、ECBの将来の金融政策に対する不透明さが、期待指数の低下に寄与したと指摘している。
ユーロ圏 経済	<b>ユーロ圏銀行貸出調査</b> では、住宅ローンを含む個人向けのローンの資金需要は2024年4-6月期に増加に転じた。(7月16日)	若干のユーロ高。 企業の資金需要はまだ落ち込んだ状況にあるが、個人の資金需要の回復はユーロ圏経済にとって明るい兆候。
ユーロ圏 金融政策	<b>欧州中央銀行(ECB)</b> は7月会合で政策金利を据え置き、9月会合での追加利下げに言質を与えず。(7月18日)	若干のユーロ安。 ラガルド総裁は、先行きの賃金の伸び鈍化に自信を示す。短期金利市場では引き続き、9月と12月の残り年2回、年末までに累計50bpの利下げが織り込まれている状況に変わりがない。
ユーロ圏 政治	<b>フランスの下院議長</b> はマクロン氏の与党が推す人物が左派連合が押す候補に対し勝利。(7月10日)	若干のフランス金利の低下要因。ユーロの安心材料に。 与党連合以外にも共和党(中道右派)が支持にまわり、左派連合が推す候補に勝利した。

注：赤字は後続スライド参照。

## 直近の主な動き一覧（3 / 3）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
EU 政治	ウクライナの <b>ゼレンスキー大統領</b> がロシアとの交渉を示唆（7月15日）	将来的な財政悪化圧力の強まりと、EUの結束への懸念がユーロにも波及するリスク。 ゼレンスキー氏の発言には、ウクライナ東・南部でロシア軍による激しい攻撃が続いていることや、トランプ氏の米大統領返り咲きの可能性が高まっていることが背景にあると見られる。米国の一方的な支援引き上げとなれば、EUの経済的・軍事的負担も増すことが予想される。
EU 政治	フォンデアライエン氏の欧州委員長続投を、欧州議会が承認。（7月18日）	ニュートラル。 フォンデアライエン氏は、次期欧州委員会の政治ガイドラインを発表。グリーン政策の実行を進めるとともに、経済安全保障や競争力を強化する方針を示す。 EU内での極右勢力の台頭や、米国でのトランプ氏の復権の可能性の高まりなどへの対処が課題に。

注：赤字は後続スライド参照。

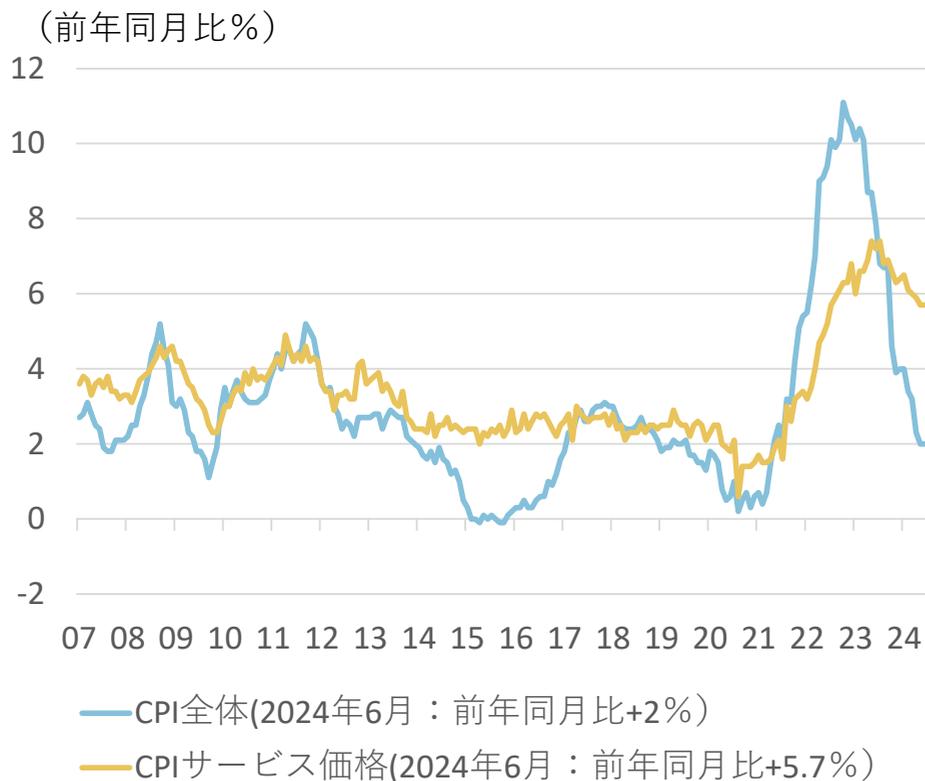
# ロンドンからの視点「プー・イン・ザ・ウォーター」

- 直近の世界のニュースの中で、最も英国人の心を「ざわつかせた」ものは、おそらくフランスのスポーツ相やパリ市長が相次いでセーヌ川に入って泳ぎ、安全性をアピールしたというニュースではないでしょうか。
- ロンドンを象徴するテムズ川は、両岸にビックベンやロンドンアイ、ロンドン塔などの観光名所が並び、素晴らしい景観なのですが、いかんせんとても水質が「汚い」です。見るからにどろどろとした茶色に濁っています。ビクトリア朝時代に作られた下水インフラの更新が行き届いておらず、大雨の時は、下水が水道管に逆流することを防ぐために川に下水が未処理のまま放出されるようですが、2020年以降、少なくとも34,000個のオリンピックプールに相当する下水が川に流出したということです。初めてテムズ川クルーズに乗船したときには、両岸に灰色の砂浜？のようなものがあり、そこで家族連れが遊んでいたのですが、ガイド役の船員は「あそこは世界最高のビーチさ、HAHA！」と話していました。テムズ川には下水とともに川に流れ込んだウェットティッシュや生理用品の山が積み重なってできた「ウェットワイプ島」と呼ばれる瓦礫の山があるとのことで、あの「砂浜」はもしかしたら、、、それだったのかもしれませんが。テムズ川の汚染状況のひどさは6月16日付の米紙WSJの記事‘Poo in the Water’: How Financial Engineering Sullied Britain’s Most Famous Riverに詳しいため、ご興味のある方はそちらをご覧ください（ちなみに、Pooはクマのプーさんではないです。悪しからず）。
- フランスのセーヌ川との彼我の差に愕然としてしまいますが、パリ市がオリンピックのために14億ユーロもの資金をかけて水質改善にとりくんだことも、もちろん影響しているでしょう。ただ、もう一つの論点として、「水事業を誰が管理するのか？」という点が挙げられます。テムズ川の汚染をはじめとする英国の水問題には、上述のWSJでも指摘されているように、旧サッチャー保守党政権時代に推進された公益事業の民営化の弊害という面があります。民営化後、重要なインフラ投資に必要な資金が、株主に対する配当や、経営陣への巨額の報酬に消えていったという批判は絶えません。さらに、ロンドンの民営水道会社、テムズ・ウォーターはしばしば破綻危機が取り沙汰されるほど経営が悪化しています。いっぽう、パリ市は、2010年に水事業が再公営化されたこともあり、水質改善や水道料金の値下げを実現したようです。
- 労働党政権は7月17日に公表した施政方針（チャールズ3世が代読）の中で、民間の水道会社の代表に法律違反の責任を負わせる法案を提出する方針を示しています。公益事業では民営が良いのか公営が良いのかは様々な議論があるものの、労働党政権がロンドンの水問題にどう対処していくのか、注目されます。

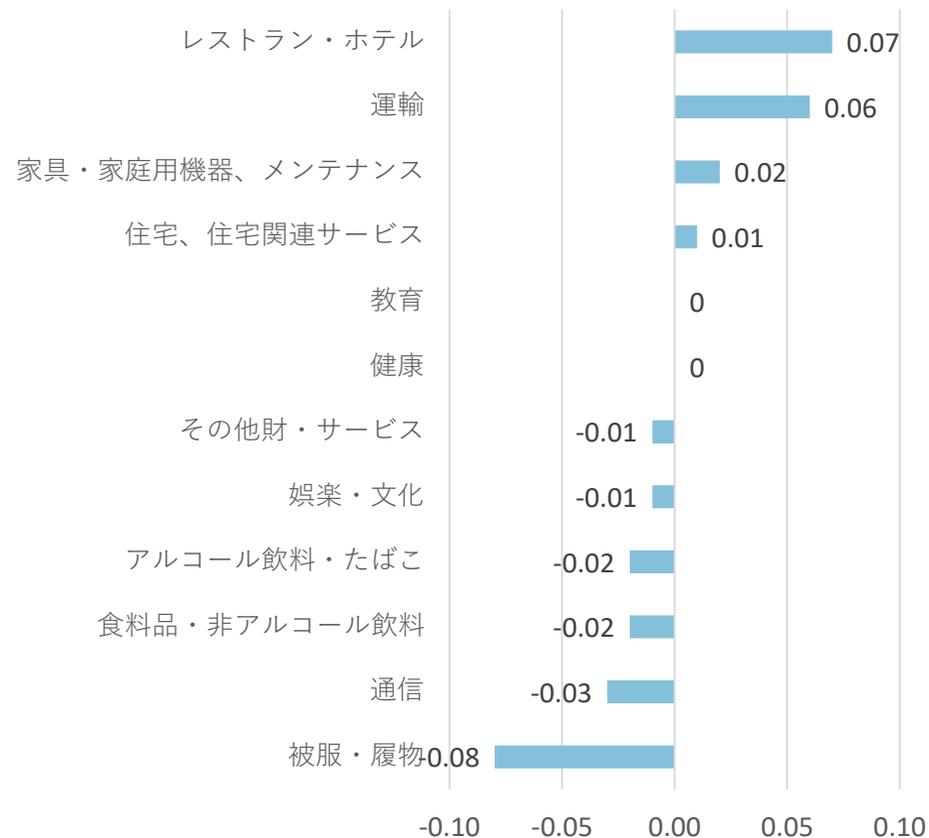
# 英国 6月消費者物価指数（CPI）の伸びは市場予想を上回る

英国 消費者物価指数（CPI）

CPI伸び率（前年比）の5月から6月にかけての変化の寄与度



(出所：英国家統計局、ブルームバーグ、みずほ)



(出所：英国家統計局、ブルームバーグ、みずほ)

6月のCPIの伸び率は前年比+2%と5月から横ばい。同+1.9%への減速を見込んでいた市場予想を上回った。また、サービス価格の伸び率も前年比+5.7%と5月から横ばいで高止まりが続いている。6月に米人気歌手テイラー・スウィフトが英国各地で公演を行ったことが、サービス価格の中にも含まれるホテル代や鉄道・飛行機の運賃の価格押し上げに影響した可能性がある。もっとも、こうした「一時的」な要因を考慮しても、サービス価格の高止まりが継続し、高インフレの粘着性が意識される状況には変わりがない。

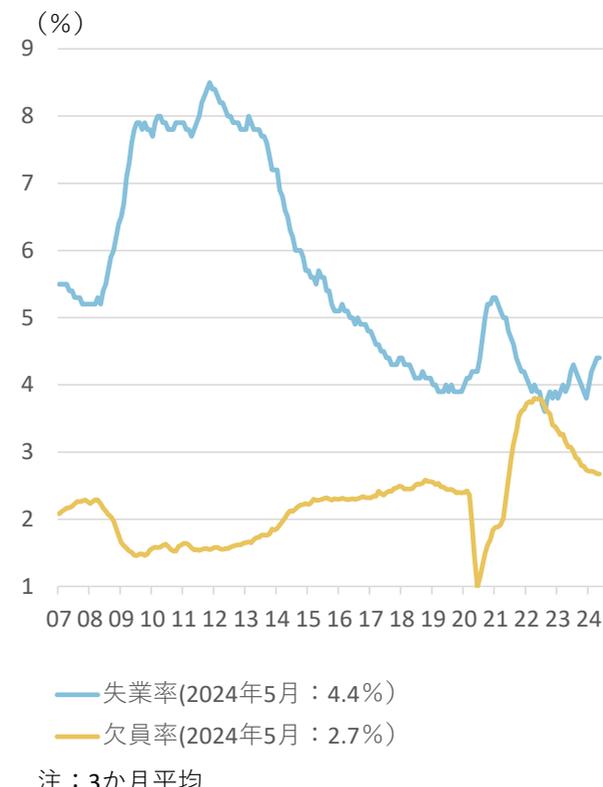
# 英国 労働市場関連統計は賃金の伸び鈍化、労働需給ひっ迫緩和を示す内容

## 英国 週平均賃金（賞与を除く）



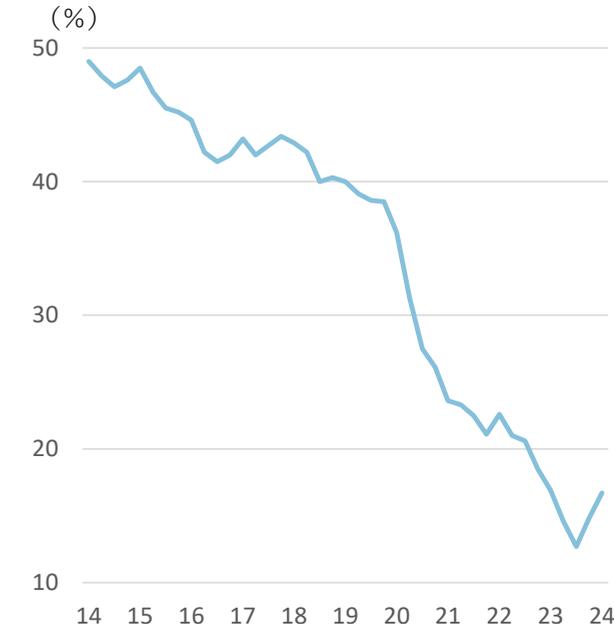
(出所：ONS、ブルームバーグ、みずほ)

## 英国 失業率・求人率



(出所：ONS、ブルームバーグ、みずほ)

## 英国 労働力調査（LFS）回答率

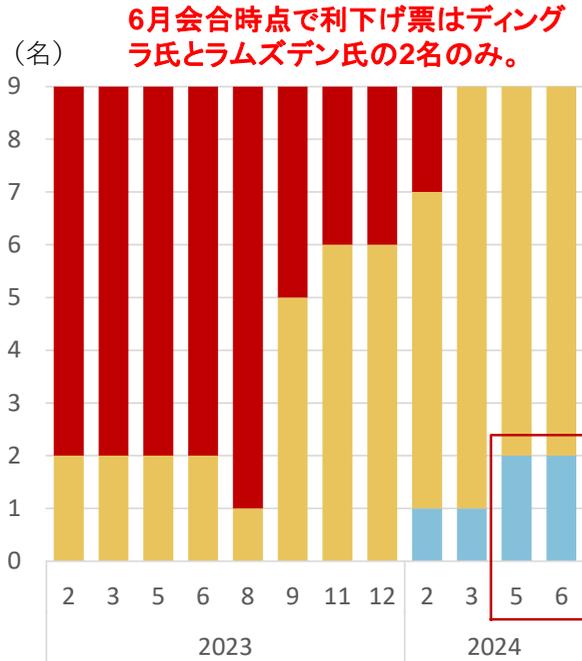


(出所：ONS、みずほ)

5月までの3か月間の経済全体の週平均賃金の伸びは、前月の前年比+6%から同+5.7%へ低下。BOEが重視する民間部門の賃金の伸びはより大きく鈍化した。失業率の高止まり及び求人率の低下傾向は、労働需給の逼迫が引き続き緩和しつつあることを示唆している。もっとも、ONSは労働力調査（LFS）について回答率の低さなどサンプルの問題があることを指摘しており、データの解釈にはかなりの不確実性がある。

# 英国 イングランド銀行の8月会合での利下げは「微妙な判断」に

## MPCの投票



- 利上げ票(2024年6月：0名)
- 据え置き票(2024年6月：7名)
- 利下げ票(2024年6月：2名)

(出所：BOE、ブルームバーグ、みずほ)

## BOE高官発言・動向

ハスケル委員 (7月8日)  
「タイトで損なわれた」労働市場がインフレを高止まりさせると警告。

ピル・BOEチーフエコノミスト (7月10日)  
利下げはするかどうかよりも時期が問題、と次の行動が利下げであるという認識を示すものの、労働需給の逼迫や、サービスインフレの高止まりを背景に、高インフレが持続するリスクに対する警戒姿勢を強調した。

7月1日には金融政策担当副総裁のベン・ブロードベント氏の後任として、OECDのチーフエコノミストだったクリア・ロンバルデリ氏が就任している。彼女の政策姿勢は未知数ながら、ロイターは、2月29日付の記事で、ロンバルデリ氏の金融政策姿勢は比較的タカ派で、利下げのハードルをぐくわずかだが上げるのではないかという見方を紹介している。

## SONIAスワップの金利織り込み 累計変化率

8月会合の利下げ織り込みは12bpと、25bpの利下げが50%弱の確率で織り込まれた状況 (単位：bp)

		6月30日 (前月末)	7月5日 (選挙翌日)	7月19日 (直近)
2024年	8月	▲ 16	▲ 17	▲ 12
	9月	▲ 22	▲ 25	▲ 21
	11月	▲ 35	▲ 40	▲ 36
	12月	▲ 45	▲ 50	▲ 48
2025年	2月	▲ 56	▲ 63	▲ 63
	3月	▲ 65	▲ 72	▲ 74

(出所：ブルームバーグ、みずほ)

6月CPIの上振れ、労働市場関連統計の伸び鈍化、6月小売売上高の減速、と7月に公表された経済指標はまちまちなシグナルを発している上に、様々な一時的要因（またはノイズ）、統計自体の信用度に対する疑念、といった問題がある。また、8月1日の会合から新たに参加するロンバルデリ氏の政策スタンスも未知数の部分が多い。

# 英国 チャールズ3世が労働党新政権の施政方針を読み上げ

英政府 The King's Speech 2024から抜粋

< 経済の安定および成長 >

財政規律の維持に向け予算責任庁（OBR）の役割を強化

国富ファンドの創設

住宅やインフラの建設を容易にするための都市計画制度の変更

鉄道事業の再国有化

デジタル及びスマートデータの管理

過失のない賃貸人に対する立ち退き強制を禁止

民間の水道会社の代表に法律違反の責任を負わせる

< 再生エネルギー >

公営の再生可能エネルギー会社の設立

< 不法移民対策 >

新たな国境警備司令部の創設

< 機会均等 >

労働者の権利拡大

サッカー規制機関の導入

< 健康 >

公的医療サービスの改善

たばこの段階的な販売禁止

< 国防及び公務員 >

NATOへの揺るぎないコミットメント

核抑止力の維持

EUとの関係強化

上院を構成する世襲貴族の議決権の廃止

上院議員に80歳定年制を導入

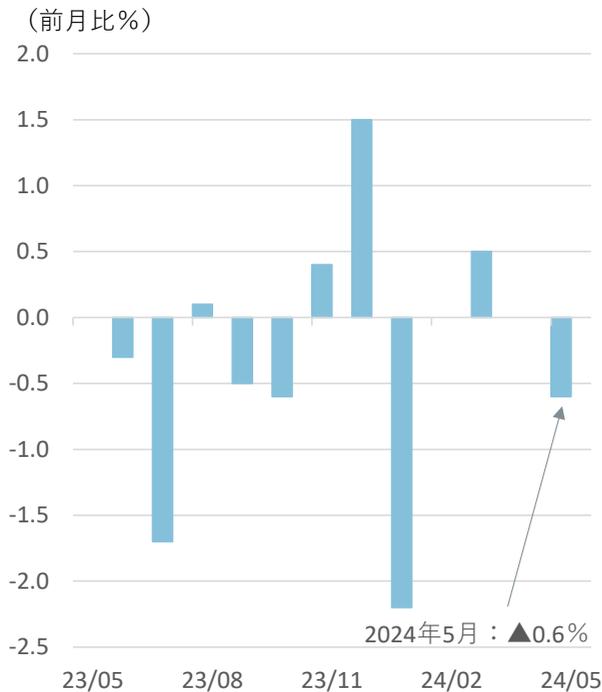
金融市場の観点からは、「国富ファンド」の創設や、再生エネルギーへの投資拡大が、対内直接投資の流入拡大を伴う形で進展するか、また、保守党政権下で悪化したEUとの関係性の改善に向けた取り組みが、貿易拡大につながるかが注目される。

# ユーロ圏 5月分の鉱工業生産は前月比▲0.6%と約半年ぶりの落ち込みの大きさに

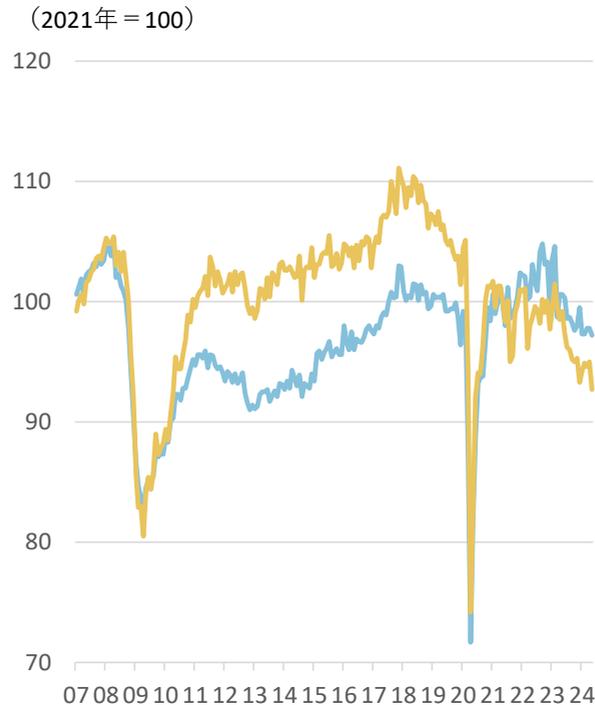
ユーロ圏 鉱工業生産指数 前月比

労働日数・季節調整済指数

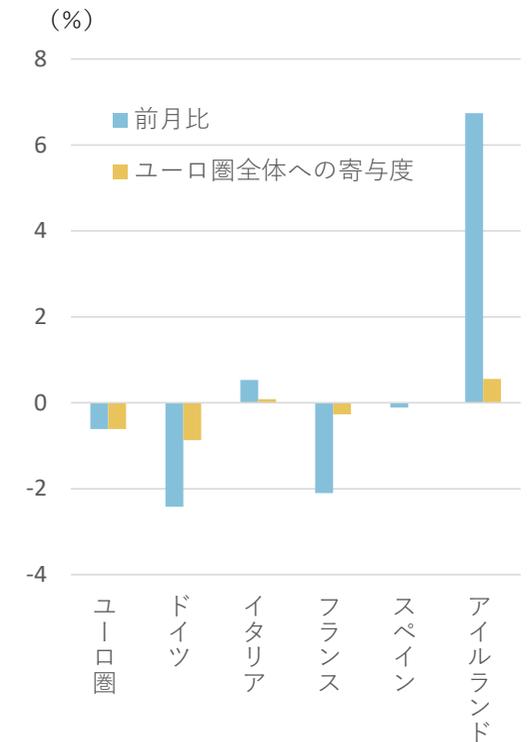
各国鉱工業生産（2024年5月）



(出所：Eurostat、ブルームバーグ、みずほ)



(出所：Eurostat、ブルームバーグ、みずほ)



(出所：Eurostat、各国統計、ブルームバーグ、みずほ)

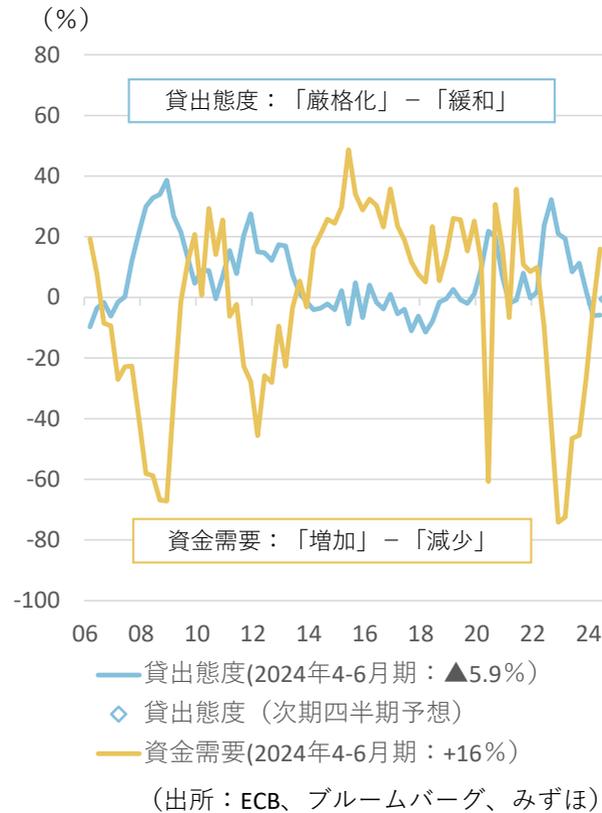
ユーロ圏の鉱工業生産は、域内最大の製造業大国ドイツを中心に低迷から脱していない。

# ユーロ圏銀行貸出調査・・・資金需要の回復傾向が強まる

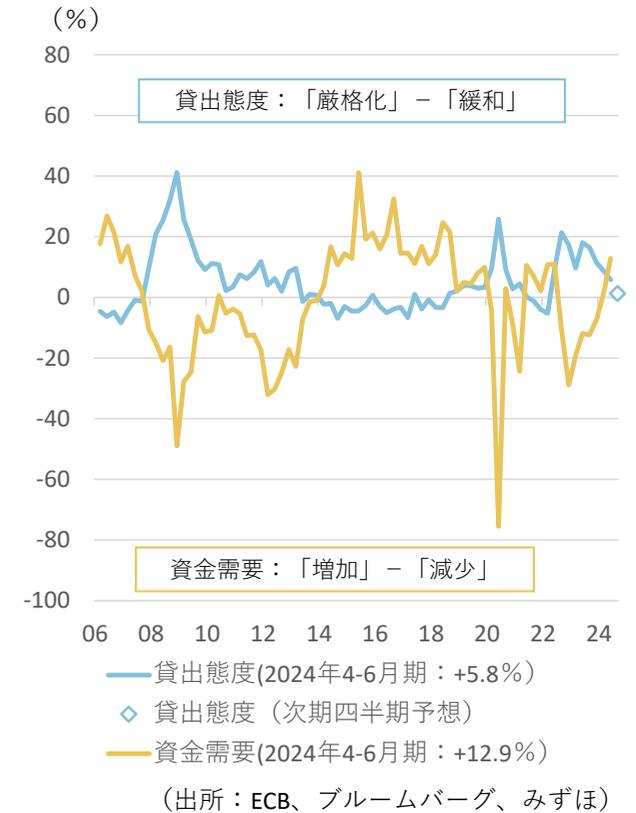
ユーロ圏 企業向け



ユーロ圏 住宅ローン



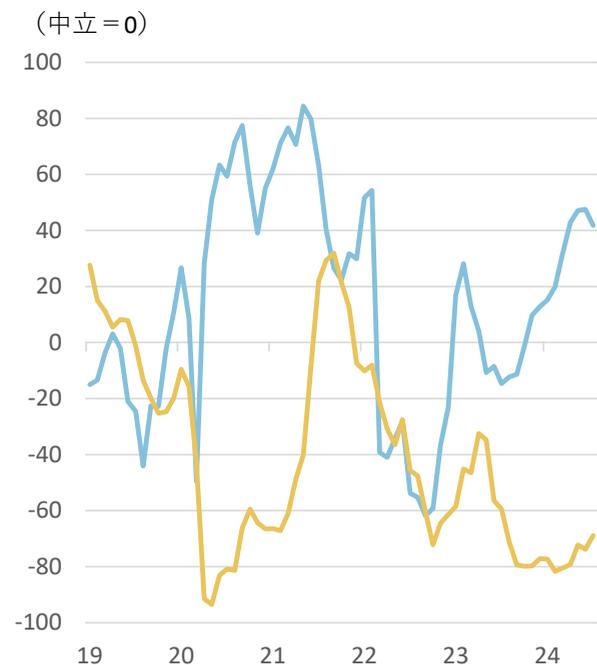
ユーロ圏 個人向け（住宅ローン以外）



住宅ローンを含む個人向けのローンの資金需要は2024年4-6月期に増加に転じた。ECBのチーフエコノミストのレーン理事は、ECBは金融政策の伝達に関する評価のために銀行貸出調査（BLS）を活用していると述べている。BLSからは現在の金利の水準は経済を圧迫するほど引き締め的ではないという結論が導き出されると見られ、ECBの先行きの追加利下げに対する慎重姿勢につながる公算が大きい。

# ドイツ ZEW景況感指数 期待指数は6月の+47.5から+41.8へと低下

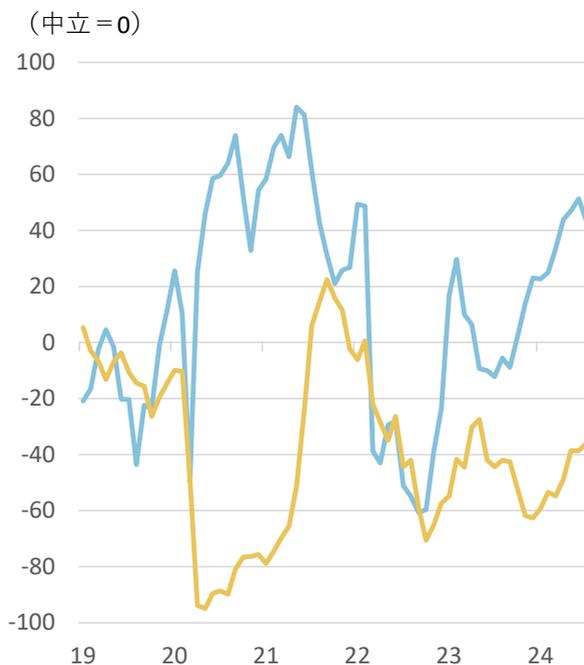
## ドイツ経済 (ZEW景況感指数)



— 向こう6か月の景気見通し(2024年7月：+41.8)  
— 景気の現況(2024年7月：▲68.9)

(出所：ZEW、マクロポンド、みずほ)

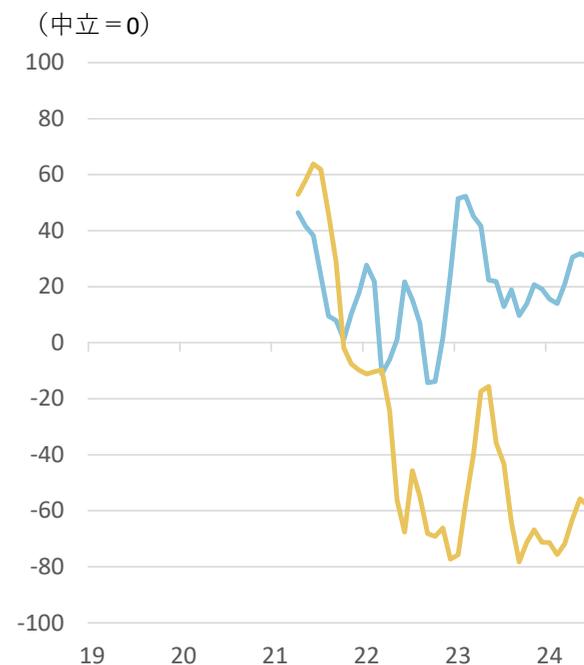
## ユーロ圏経済



— 向こう6か月の景気見通し(2024年7月：+43.7)  
— 景気の現況(2024年7月：▲36.1)

(出所：ZEW、マクロポンド、みずほ)

## 中国经济



— 向こう6か月の景気見通し(2024年7月：+23.1)  
— 景気の現況(2024年7月：▲62.1)

(出所：ZEW、マクロポンド、みずほ)

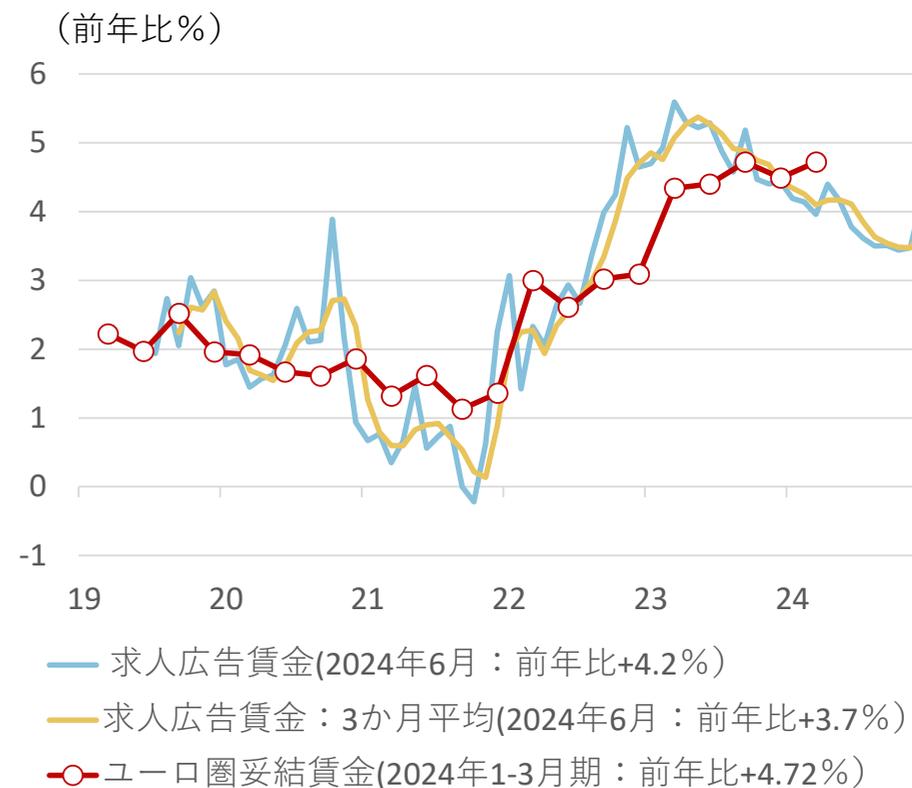
ZEWはドイツの輸出が5月に予想以上に鈍化したこと、フランスの政治的不確実性、ECBの将来の金融政策に対する不透明さが、期待指数の低下に寄与したと指摘している。

# ECBは7月会合で政策金利を据え置き、9月会合での追加利下げに言質を与えず

## ECB7月会合ポイント

- 市場予想通り**政策金利**を3.75%で据え置いた。
- 記者会見では、9月の利下げの是非に関して質問が集中したが、ラガルド総裁は従来の「データ次第」の姿勢を強調し、「**9月にどうするかは未決定**」とした。将来のインフレ、特に利益、賃金、生産性の連関がどのように進化するか、経済が新たな供給サイドのショックに見舞われるかどうかを注視するとし、「今年の夏は忙しくなりそうだ」と発言している。
- ラガルド総裁は先行きの**賃金の伸び鈍化**に自信を示す。ユーロ圏では、賃金上昇圧力の高まりを示唆する指標（右図参照）やニュースが相次いでいたが、ラガルド総裁は「過去の高インフレで毀損した購買力を埋め合わせるための賃金上昇圧力が遅れて出てきている」、「2025年から2026年にかけて賃金上昇率の鈍化が見られるという見方には変わりがない」、「賃金成長は正しい方向へと進展している」という認識を示している。
- 「経済成長へのリスクは、下振れ方向に傾いている」という見解を示す。一方、ラガルド総裁は、記者会見での質問に答える形で、ユーロ圏の銀行貸出調査（BLS）の中で、住宅ローンを含む個人向けのローンの資金需要が2024年4-6月期に増加に転じた点を挙げ、景気回復の兆候が一部で強まっていることにも言及している。
- 短期金利市場では引き続き、9月と12月の残り年2回、年末までに累計50bpの利下げが織り込まれている状況に変わりがない。

## ユーロ圏妥結賃金とIndeed求人広告賃金



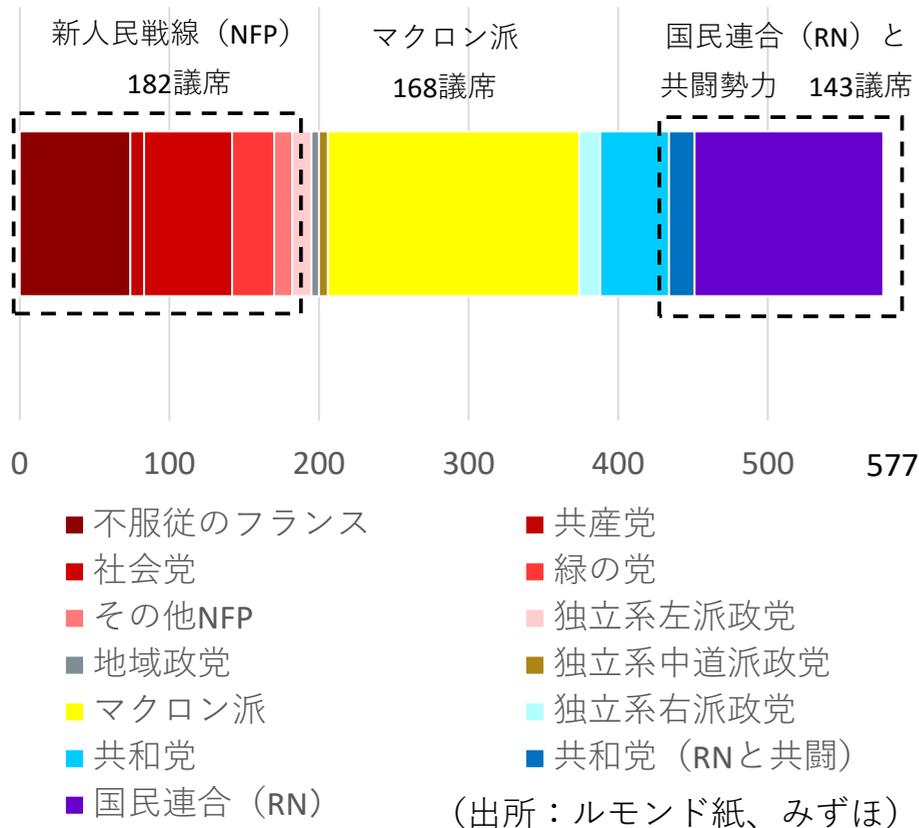
注: 求人広告賃金は6か月先行させている。

(出所: ユーロスタット、マクロボンド、みずほ)

ほぼサプライズ無しとなったものの、ECB会合を経てユーロは対ドルで前日比▲0.2%下落している。他の主要通貨のパフォーマンスとほぼ同等の値動きだが、あえて声明文や記者会見でハト派的に受け止められた点を挙げるとすれば、「先行きの賃金の伸び鈍化に自信を示したこと」、「経済成長へのリスクは、下振れ方向に傾いているという見解を示したこと」の2点が挙げられる。

# フランスの下院議長はマクロン氏の与党が推す人物が左派連合が押す候補に対し勝利

フランス 下院議席状況（全577議席）



今後の主なシナリオ

## (1)大連立

マクロン大統領は7月10日、国民に充てた手紙を発表し、どの勢力も単独過半数（289議席）に届かなかつた結果について「誰も勝てなかった」とし、幅広い勢力による大連立を呼び掛けた。マクロン陣営（168議席）は右派の共和国（46議席）との連携を重視しているとされるが、両者を足しても214議席と過半数に遠く届かず、安定的な政権運営には左派連合（182議席）からの切り崩しが必要となる。しかし、総選挙で第1勢力となり、首相の選出を目指す左派連合は大連立は選挙結果の否定だと強く反発している。

## (2)左派連合の一致団結

7月7日の決選投票の結果、極左の「不服従のフランス」（74議席）、左派の共産党（9議席）、社会党（59議席）、緑の党（28議席）などで構成される新人民戦線（NFP）は下院で最大勢力となったが、過半数には届いていない。NFPが最大勢力として首相指名を受けるには、団結して首相候補を選ばなければならないが、難航している模様だ。

緑の党のマリーヌ・トンデリエ党首は12日、「物事が行き詰っているので、考えを広げて、異なる解決策を提案する必要がある」と述べている。

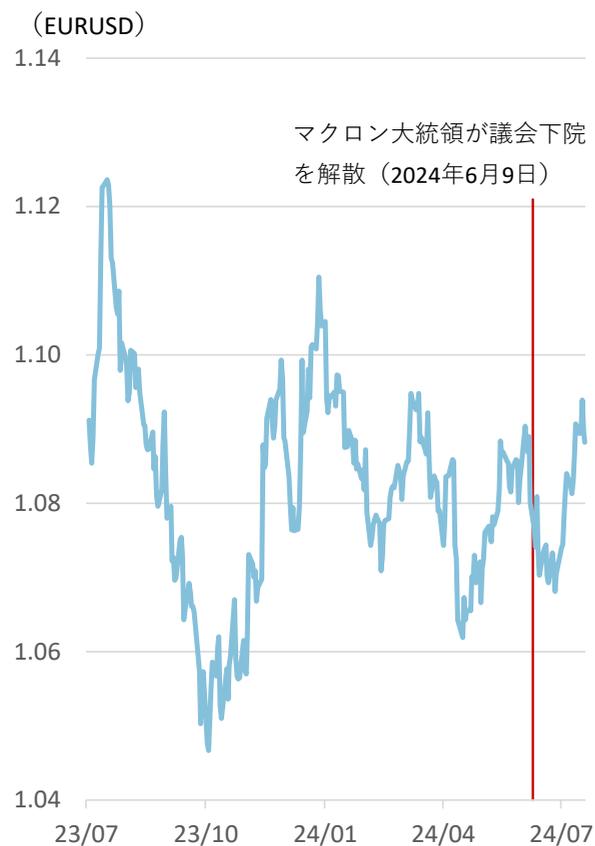
## (3)少数政権と中道派/実務家政権

主流派の政党による少数政権の組閣のシナリオ。イタリアでドラギ前ECB総裁が首相に就いた時のようなテクノクラート政権となる可能性も。実質的には、マクロン氏の政党が前回22年の議会選挙で過半数を獲得できずに生じた政治的膠着状態が続く形となる。憲法で定められた1年の待機期間を経て再び解散総選挙が行われる可能性。

7月18日にフランス国民議会（下院）が総選挙後初めて開会し、マクロン大統領率いるアンサンブルが推すヤロン・ブロンピベ議長が再選された。ブロンピベ氏は、アンサンブルは与党連合以外の共和国（中道右派）の支持も得て、3回目の投票で、左派連合の新人民戦線が推す候補者を13票の僅差で上回った。

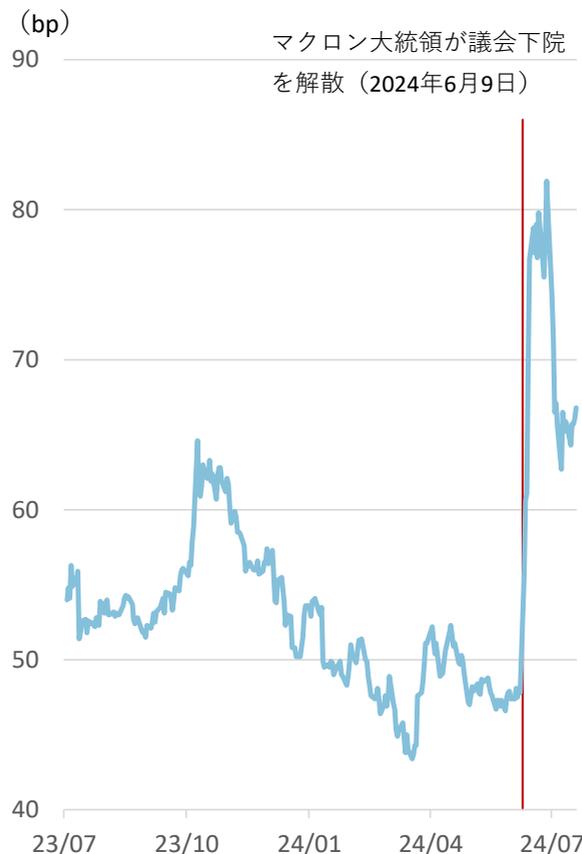
# ユーロとフランス金融市場の動向

## ユーロドル相場



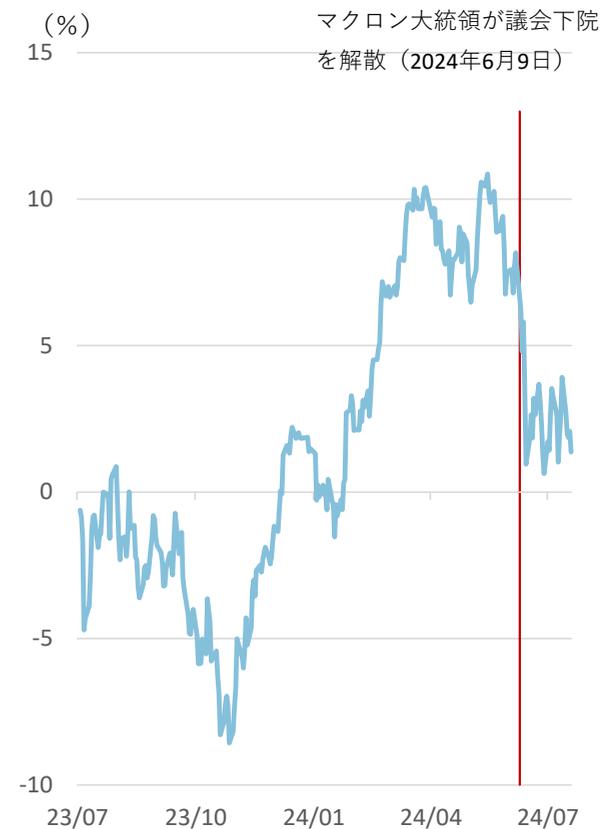
(出所：ブルームバーグ、みずほ)

## フランス-ドイツ 10年国債利回りスプレッド



(出所：ブルームバーグ、みずほ)

## フランスCAC40株価指数 年間騰落率



(出所：ブルームバーグ、みずほ)

7月18日に行われた総選挙後初のフランス国債入札では、堅調な需要。フランス政府は2032年までの4本立ての国債を売却し、目標の上限である115億ユーロを調達。合計で280億ユーロ以上の注文があった。市場が落ち着きを取り戻すことを示す新たな証拠に。もっとも、フランス国債とドイツ国債とのスプレッドは、下院解散前には戻っていない。

# ウクライナのゼレンスキー大統領がロシアとの交渉を示唆

ロシア・ウクライナ情勢 ヘッドライン

- EU内でウクライナ支援継続に反対の立場を取っているハンガリーのオルバン首相がトランプ前大統領と面会。  
(7月11日)
- 米共和党の副大統領候補として、ウクライナ支援継続に反対している J・D・バンス上院議員が選出される。バンス氏は今年2月のミュンヘン安全保障会議で、ロシアのプーチン大統領は欧州にとり実存的な脅威ではなく、欧米がウクライナの勝利のために十分な軍事支援を供与することできないと主張。米国の戦略的優先事項はアジアと中東にあると示唆していた。(7月15日)
- ウクライナのゼレンスキー大統領、**ロシアとの交渉示唆**。今年11月の開催が見込まれる次回の平和サミットにロシアが代表団を送るべきだとの見解を示す。ロシアは先月スイスで開かれた前回の平和サミットには招待されていなかった。  
(7月15日)
- ハンガリーのオルバン首相がEU首脳に宛てた書簡の中で、トランプ氏は米大統領選に勝利すればロシアとウクライナの和平に直ちにに取り組む可能性が高く、EUも米国の政策転換に備えるべきだと主張。(7月16日)
- **トランプ前大統領**がウクライナのゼレンスキー大統領と電話会談を行ったと自身のSNSで発表。「双方（ウクライナとロシア）はともに暴力を終わらせ繁栄に向けた道を整える合意を交渉できるようになるだろう」と投稿。(7月19日)

ゼレンスキー氏の発言には、ウクライナ東・南部でロシア軍による激しい攻撃が続いていることや、トランプ氏の米大統領返り咲きの可能性が高まっていることが背景にあると見られる。米国の一方的な支援引き上げとなれば、EUの経済的・軍事的負担も増すことが予想される。

中期為替見通し

# 欧州G10通貨中期見通し（2024年6月末時点）

	Spot	2024 Sep	Dec	2025 Mar	Jun	Sep
<b>対ドル</b>						
EUR/USD	1.07	1.08	1.06	1.07	1.08	1.09
GBP/USD	1.26	1.24	1.26	1.27	1.28	1.29
USD/CHF	0.90	0.88	0.91	0.91	0.91	0.91
USD/NOK	10.7	10.5	10.6	10.4	10.2	10.0
USD/SEK	10.7	10.6	10.9	10.7	10.6	10.3
<b>対ユーロ</b>						
EUR/GBP	0.85	0.87	0.84	0.84	0.84	0.84
EUR/CHF	0.96	0.95	0.96	0.97	0.98	0.99
EUR/NOK	11.43	11.3	11.2	11.1	11.0	10.9
EUR/SEK	11.40	11.5	11.6	11.5	11.4	11.2
<b>対円</b>						
EUR/JPY	172.2	171	173	173	172	172
GBP/JPY	203.5	196	205	206	204	204
CHF/JPY	178.9	180	180	179	175	174
NOK/JPY	15.1	15.1	15.4	15.6	15.6	15.8
SEK/JPY	15.1	14.8	14.9	15.1	15.1	15.4
USD/JPY	161.0	158	163	162	159	158

注：ユーロドル、ユーロ円、ドル円の見通しは「中期為替相場見通し」（2024年6月28日発行）より抜粋。

# 見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2024年6月末時点

## 英ポンド

8月会合での利下げの可能性が再浮上。ポンドは短期的に下押し圧力が強まる公算。

- 6月の英ポンド相場は対ドルでは約0.8%下落した一方、対ユーロでは約0.5%、対円では約1.5%上昇した。対ドルでの下落は、米経済指標の堅調さや米高官のタカ派発言を受けたグローバルなドルの強さの裏返しという側面が大きいと見られる一方、その他の主要通貨に対しポンドが堅調推移を続けているのは、同国のサービスインフレの根強さを考慮すれば、イングランド銀行(BOE)の政策金利が高止まりしやすいという見方が背景にあるだろう。
- BOEの6月会合は想定よりもハト派的であった。特に、議事要旨では、BOEが5月に公表した見通しと比較してサービスインフレ率の高止まりが続いていることについて、一部委員から「デスインフレ軌道の見通しを大きく変えるものではない」、「利下げ回避決定は、微妙なバランス」という見解が示されたことが注目される。これを受けて短期市場では8月会合での25bpの利下げ織り込みが前日の36%から会合後は60%超に上昇した。当面、2024年7-9月期まではBOEの早期利下げ観測がポンドの上値を抑えるだろう。
- もっとも、英国のサービスインフレは、同国の産業構造の特徴(労働集約的なサービス業の比率が主要先進国の中で顕著に高い)や、労働市場のボトルネック(BREXITに伴い低賃金労働者の新規流入が低迷)を考慮すれば、高止まりしやすい。翻って、BOEが他国比で相対的に高水準の政策金利を維持しなければならなくなる可能性は高く、2024年10-12月期以降は、高金利政策の持続への期待が再びポンドのサポート要因となるだろう。
- 7月4日に控える総選挙では、各種世論調査から労働党の圧勝と保守党からの政権交代が確実視されており、サプライズの余地は小さいだろう。ただし、国民保険サービス(NHS)改革や、移民管理、グリーンエネルギーへの移行など、労働党が国民に改善を約束している政策は、いずれも資金が必要となる。「影の財務相」レイチェル・リーブス氏らは増税の可能性を否定しているものの、どこに財源を求めるのか、という問題は残る。総選挙後は英国の財政状況に改めて市場の関心が集まるだろう。

## ユーロ

フランス政治・財政状況への懸念がユーロの重石に

- 6月のユーロ相場は対ドルで軟化した。欧州中央銀行(ECB)は利下げに踏み切ったが、「追加利下げは簡単ではない」との思惑も燻っており、方向感が見出しづらい雰囲気もある。4月以降、ユーロ圏経済の底打ちを感じさせるデータが続いており、連続利下げのハードルは確かに低くない。スタッフ見通し改定などを念頭に「最も多くて3か月に1回」というのが今後想定される利下げペースだろう。この場合、確かに9月以降の利下げ着手を織り込むFRBと大差ない軌道であり、それゆえに欧米金利差に沿ってユーロ/ドル相場も膠着感を強めそうではある。もっとも、目先のユーロ圏で注目されるのは政治にまつわる材料だ。突如、解散総選挙の方針が発表されたフランス国民議会が下馬評通り、極右勢力に掌握されるとした場合、財政規律を巡って欧州委員会と衝突する懸念がある。現状のフランスは政府債務状況に関し、ギリシャやイタリアに次ぐ悪い状況にある。こうした状況下、EUの財政規律に反抗し続ければ、国債格下げに至る可能性は高く、それ自体がユーロ売りを招くという展開は懸念される。政治日程に照らせば、今秋にかけて域内の内輪揉めがユーロの売りを誘う可能性がある。

注：ユーロの見通しの概要は「中期為替相場見通し」（2024年6月28日発行）より抜粋。

## スイスフラン

欧州政治不安の高まりに伴う安全資産需要の高まりが、フラン買いを促す

- 6月のスイスフランは対ドル、対ユーロで反発。フランスの政治情勢の不透明感の高まりから、欧州の中で安全資産とされるドイツ国債やフランに資金が流れこんだものと見られる。
- スイス国立銀行(SNB)は6月20日の会合で今年3月に引き続き25bpの利下げを実施し、政策金利を1.25%に引き下げた。市場では据え置きという見方も根強くサプライズとなった。SNBの利下げ判断は、急速に進んだフラン高を受けた対応という側面が大きいと見られる。ヨルダン総裁は「欧州の政治的不透明」によるフラン高はスイスのインフレが高止まりするかどうかに関する不確実性を高めるとし、警戒を続けると述べている。
- ユーロ圏や米国との比較でスイスの政策金利がより低くなったこと、さらにはフラン売りの為替介入観測が中長期的にはフランの上値を抑える要因となりうる。もともと、当面は欧州の政治情勢の不透明感の高まりからくる安全資産に対する需要や、スイスの巨額の経常黒字から来るフラン買いユーロ売り圧力が勝りそうだ。

## ノルウェークローネ

政策金利を年内は据え置く姿勢を示す。原油価格反発もあり、ノルウェークローネは底堅い展開が見込まれる。

- 6月のノルウェークローネは対ユーロで5か月ぶりの高値に上昇した。ノルウェー中央銀行は6月20日、政策金利を4.5%で維持したほか、今年9月に最初の利下げを行うというこれまでの予想を撤回し、政策金利を年内は据え置く姿勢を示した。賃金上昇圧力の高まりに伴うインフレ圧力が背景にある。
- 原油価格の上昇に伴い、ノルウェー経済が昨年の停滞から回復しつつある兆候が強まっており、それが賃金に上昇圧力をかけている面があるだろう。
- ノルウェー中銀のタカ派姿勢や、足元で原油価格が米国の需要見通しなどを反映して反発していることを考慮すれば、ノルウェークローネは対ユーロ、対スウェーデンクローナで底堅い展開となろう。

## スウェーデンクローナ

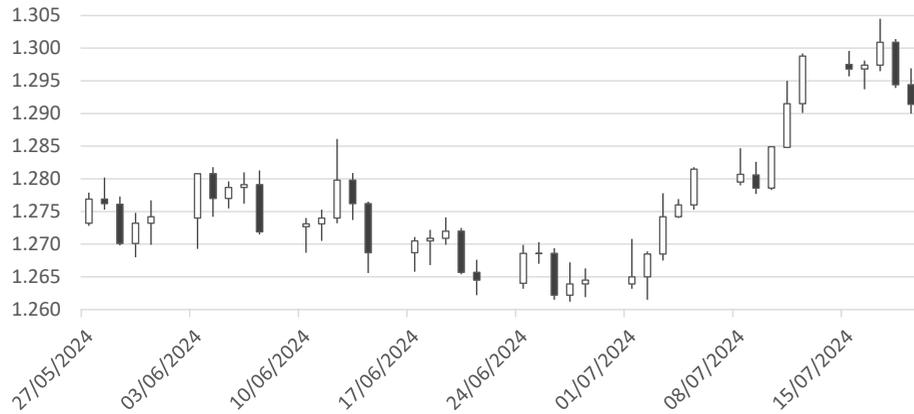
リクスバンクの6月会合でのガイダンスは一段とハト派化。クローナは軟調地合いが続く公算。

- 6月のスウェーデンクローナは5月に引き続き、対ユーロでの持ち直しが続くかに思われたが、終盤でスウェーデン中央銀行(リクスバンク)のハト派のガイダンスを受けて反落し、結局、1か月を通じて見ればほぼ横ばいの推移となった。
- スウェーデンは他の多くの先進国に先んじて、景気低迷に伴う需要後退からインフレ率の低下が顕著となり、リクスバンクの利下げ観測が年前半のクローナ安の最大のドライバーとなっていた。実際にリクスバンクは今年3月に利下げを示唆し、その後5月8日の会合では欧州中央銀行(ECB)に先駆けて利下げをしていた。
- 6月27日の会合では、2会合連続の利下げは見送られたものの、ガイダンスでは下期に最大で3回の利下げを示唆するというサプライズがあった。従来は2回の利下げという見解を示していたが、一段とハト派化した格好だ。政府・中銀がインフレ抑制により自信を見せているほか、国内に住宅・商業用不動産市場の脆弱性という火種を抱えていることも要因であろう。中長期で見たクローナの対ユーロでの軟調地合いは続くと思われる。

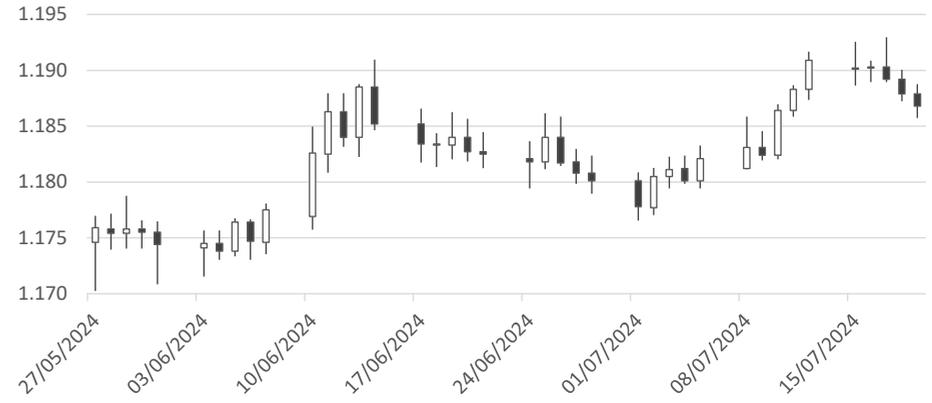
# マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

# 英国 マーケットデータ (1 / 2)

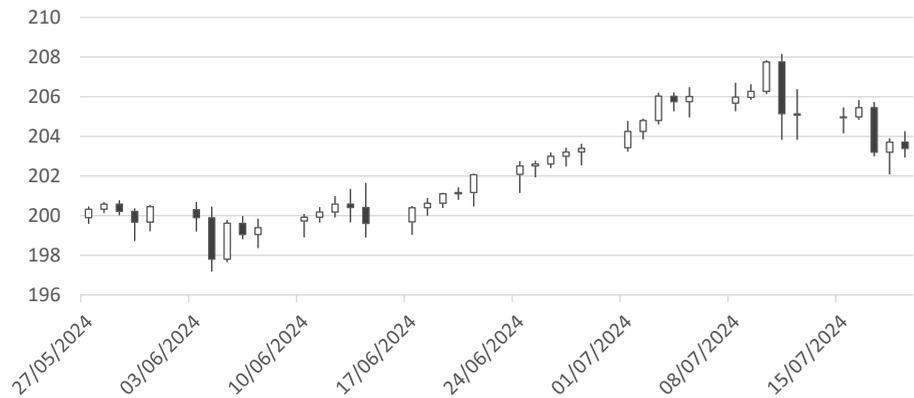
## ポンド対ドル相場 (GBPUSD)



## ポンド対ユーロ相場 (GBPEUR)



## ポンド対円相場 (GBPJPY)



## ポンド 対ドル、対円レート ロンドン終値 日足

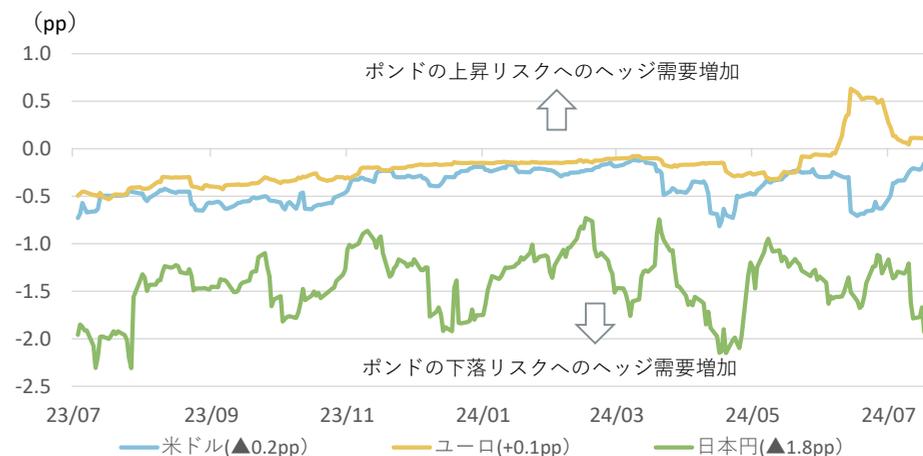


# 英国 マーケットデータ (2 / 2)

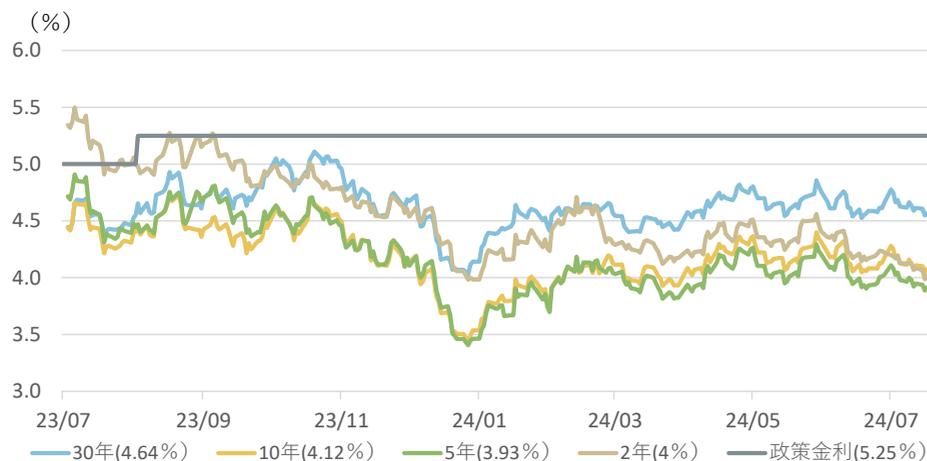
## 英ポンド インプライド・ボラティリティー (1か月)



## 英ポンド リスクリバーサル (1か月)



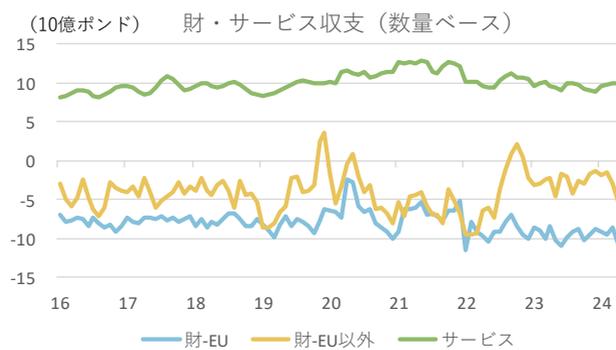
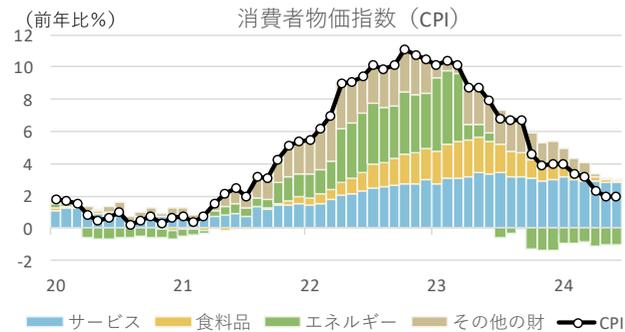
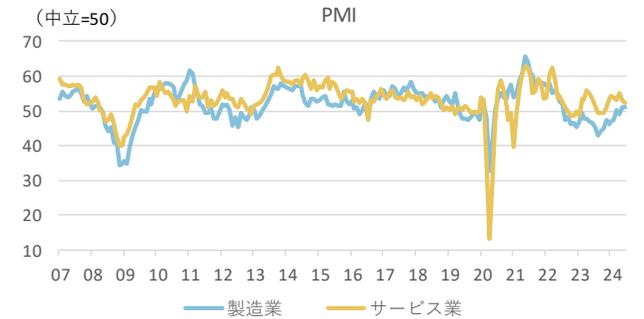
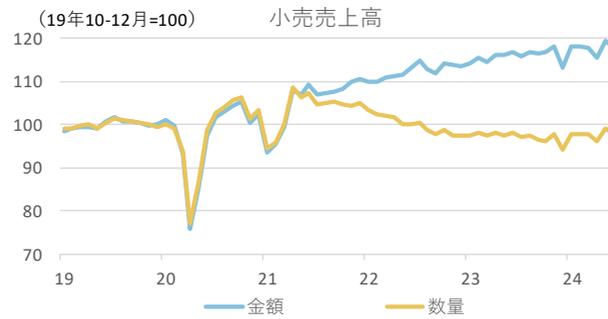
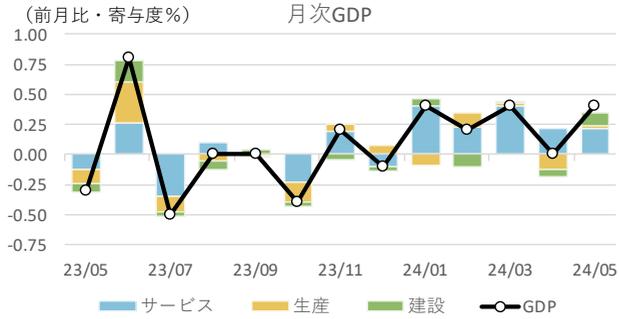
## 英国国債 (ギルツ) 利回り、政策金利



## FTSE100種総合株価指数 年間騰落率



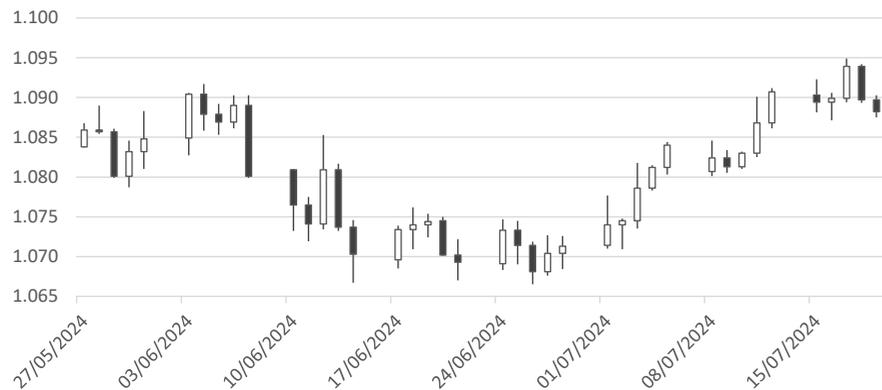
# 英国 主要経済指標



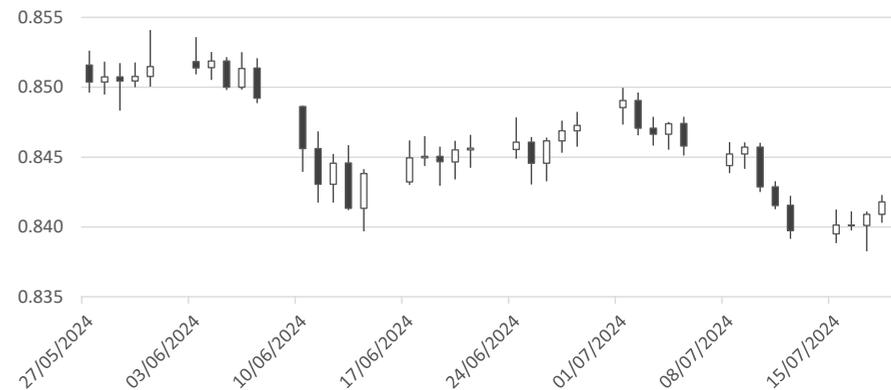
(出所：英国家統計局、英財務省、ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

# ユーロ圏 マーケットデータ (1 / 2)

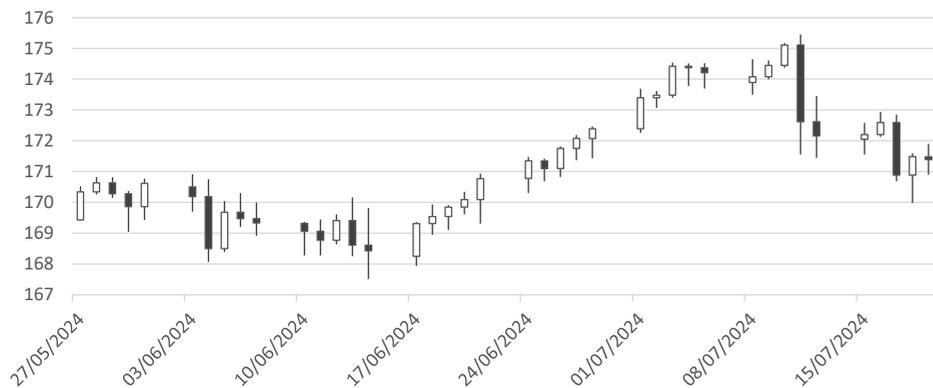
## ユーロ対ドル相場 (EURUSD)



## ユーロ対ポンド相場 (EURGBP)



## ユーロ対円相場 (EURJPY)



## ユーロ 対ドル、対円レート ロンドン終値 日足

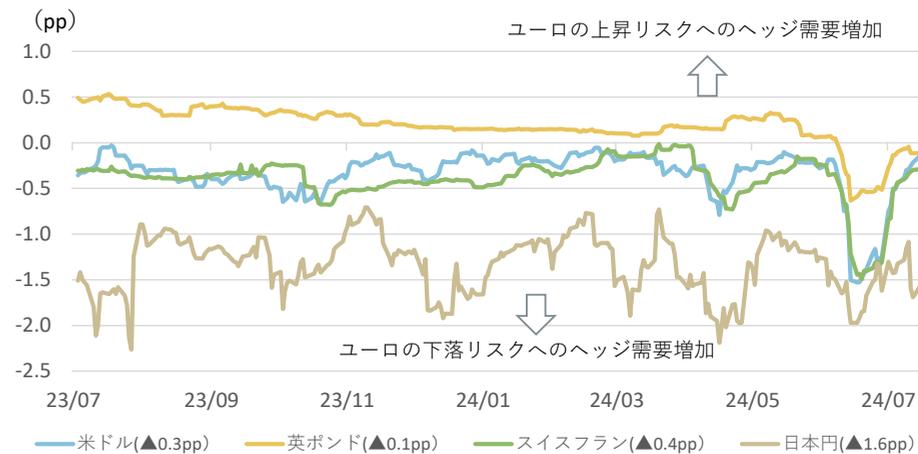


# ユーロ圏 マーケットデータ (2 / 2)

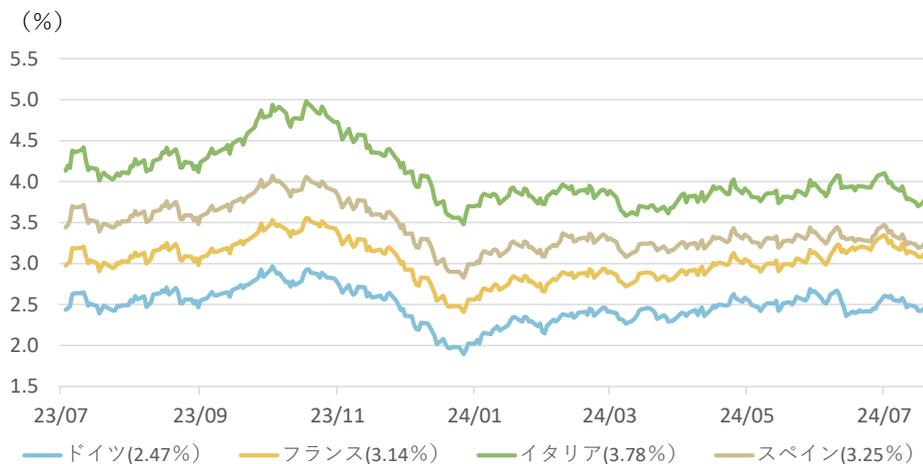
## ユーロ インプライド・ボラティリティー (1か月)



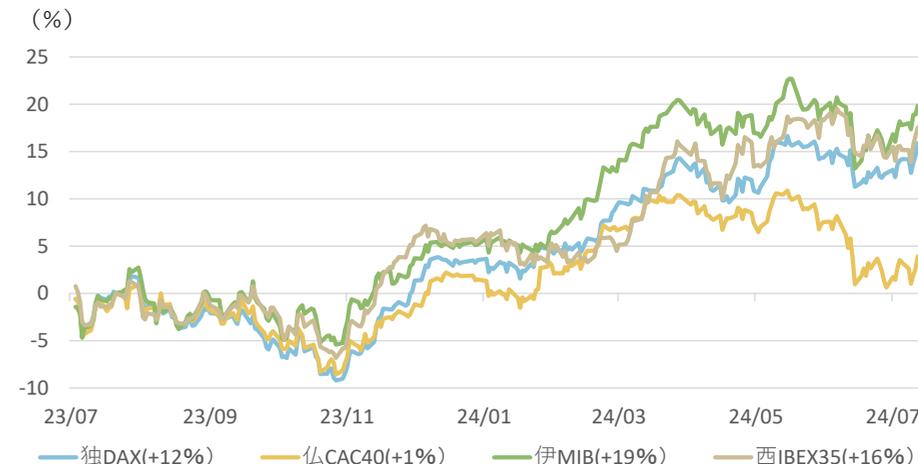
## ユーロ リスクリバーサル (1か月)



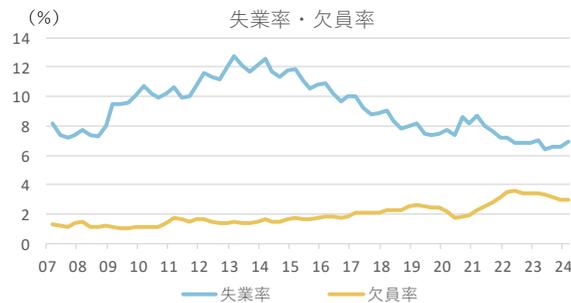
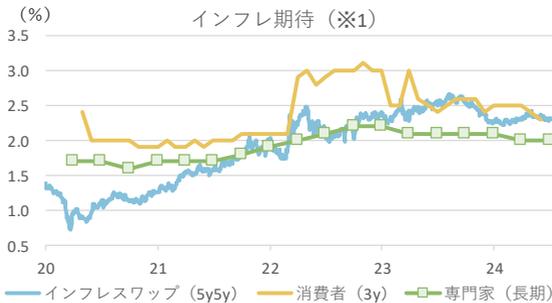
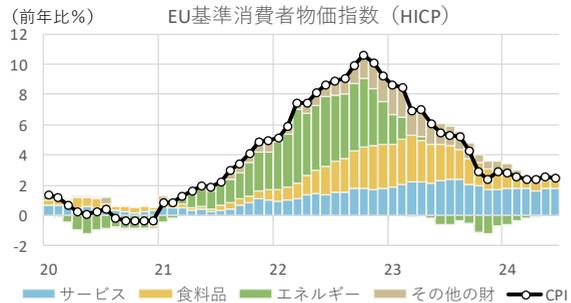
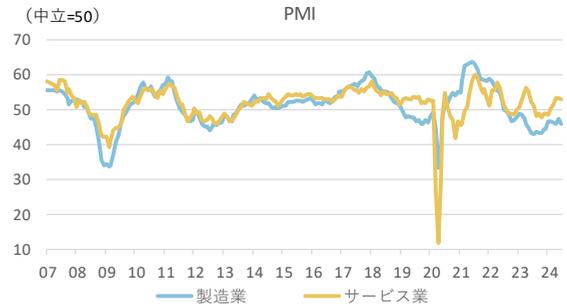
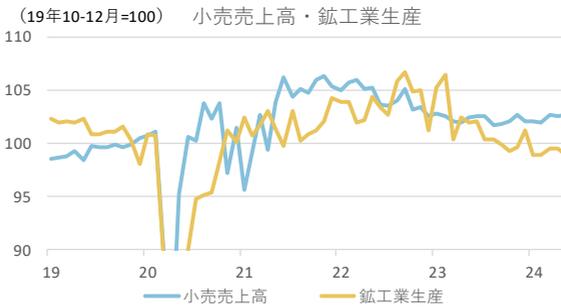
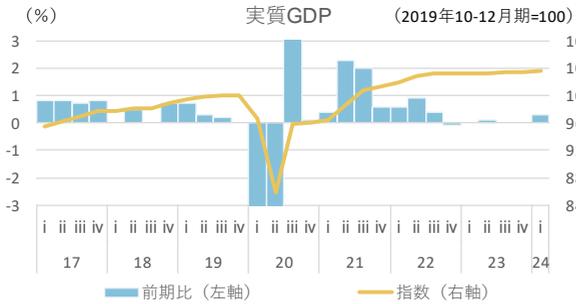
## ユーロ圏主要国 10年国債利回り



## ユーロ圏主要国 株価指数 年間騰落率



# ユーロ圏 主要経済指標



※1 それぞれ、5年先スタート5年間のインフレスワップ、ECB消費者期待調査、ECB専門家調査を使用している。

※2 求人広告賃金は、Indeed社が公表しているデータ。3か月平均をとったうえで、グラフでは6か月先行させている。

※3 クレジットインパルスは与信額の前年同月比の伸び率が、前年同月と比較してどれだけ増減しているかを示す。値が高いほど、民間への資金供給が増えていることを示す。シャドーレートは、企業や家計への新規融資に適用される貸出金利を加重平均したもの。

(出所：ユーロスタット、欧州中央銀行 (ECB)、Markit、Indeed、ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ)

# スイスフラン、北欧通貨 マーケット指標

スイスフラン対ユーロレート (EURCHF) 月次ティックチャート



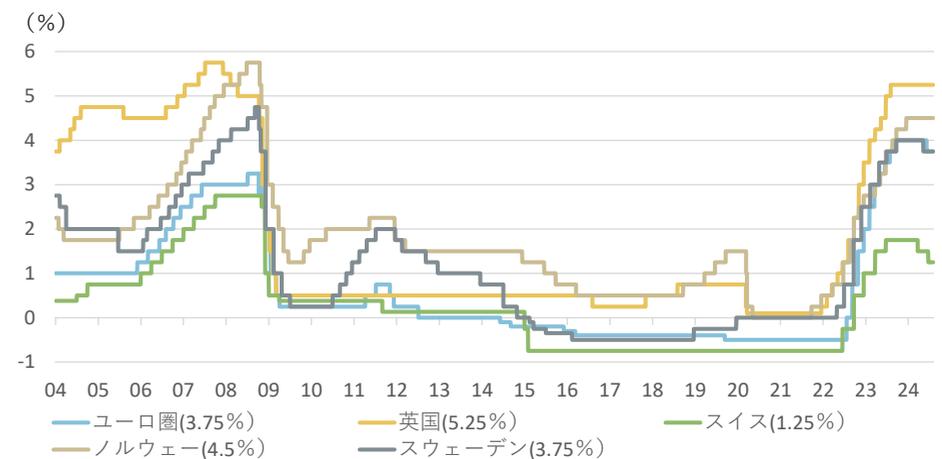
ノルウェークローネ対ユーロレート (EURNOK) 月次ティックチャート



スウェーデンクローナ対ユーロレート (EURSEK) 月次ティックチャート



欧州各国・ユーロ圏の政策金利の推移



# Disclaimer

---

This presentation (the "Presentation") is given for general information purposes only and shall be kept strictly confidential by you, and shall only be used by you in connection with *[insert details of the Transaction]*. Until receipt of necessary internal approvals and until a definitive agreement is executed and delivered, there shall be no legal obligations of any kind whatsoever (other than those relating to confidentiality) owed by either party with respect to any of the material contained in the Presentation. All of the information contained in the Presentation is subject to further modification and any and all opinions, forecasts, projections or forward-looking statements contained herein shall not be relied upon as facts nor relied upon as any representation of future results which may materially vary from such opinions, forecasts, projections or forward-looking statements. In particular, no tax advice is given and you should ensure that you each seek your own tax advice.

You should obtain your own independent advice on the financial, legal, accounting, and tax aspects of any proposed solution outlined in this Presentation. You agree that you are not relying and will not rely on any communication (written or oral) of Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA), or Mizuho Securities USA Inc. or any company whose ultimate holding company is Mizuho Financial Group, Inc. (each a "Mizuho Group Company") as investment advice or as a recommendation to enter into any transaction, and that you are capable of assessing the merits of and understanding (on your own behalf or through independent professional advice), and should you enter into a definitive agreement with a Mizuho Group Company, you will do so because you understand and accept the terms and conditions and risks (including but not limited to economic, competitive, operation, financial, legal, accounting and tax risks) of such transaction. No Mizuho Group Company in any way warrants, represents, or guarantees the financial, accounting, legal or tax results of the transaction described in the Presentation nor does it hold itself out as a legal, tax or accounting advisor to any party.

With respect to derivative transactions, documents presented to you and our discussions with you present one or a few of the possible ways of using derivative products. You should only enter into a derivative transaction and the underlying documentation/contracts (collectively "derivative transaction") after you have obtained a sufficient understanding of the details and consequences (including potential gain and loss consequences) of entering into a derivative transaction. The actual conditions and terms of the derivative transaction that you enter into with a counterparty will be determined by prevailing market conditions at the time that you enter into the derivative transaction with that counterparty. Consequently, you should carefully review the specific terms and conditions of your derivative transaction at that time. You agree that the final decision to enter into a derivative transaction is solely yours and such decision was made solely at your discretion after you had independently evaluated all the risks and benefits associated with the derivative transaction. For derivative transactions where you may have a right or option to make a choice, your ability to exercise your right or option is for a limited time period only. If you choose to terminate or cancel a derivative transaction early, you may be required to pay a derivatives transaction termination payment to the counterparty. In the event that the creditworthiness of your counterparty under the derivative transaction deteriorates, a possibility exists that you may not attain the financial effect that you may have originally intended to achieve at the time that you entered into the derivative transaction, and that you may incur an expense/loss.

When entering into a contingent convertible transaction, you should be aware of and have a sufficient understanding of the Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015, published in June 2015 by the FCA, which took effect from 1 October 2015 in relation to contingent convertible instruments (the "PI Instrument").

Nothing contained herein is in any way intended by any Mizuho Group Company to offer, solicit and/or market any security, securities-related product or other financial instrument which such Mizuho Group Company is otherwise prohibited by United Kingdom, U.S., Japanese or any other applicable laws, regulations, or guidelines from offering, soliciting, or marketing.

Any tax aspects of this proposed financial solution are non-confidential, and you may disclose any such aspect(s) of the transaction described in the Presentation to any and all persons without limitation. In particular, in the case of the United States, to ensure compliance with Internal Revenue Service Circular 230, prospective investors are hereby notified that: (A) any discussion of U.S. Federal tax issues contained or referred to in the Information book or any document referred to herein is not intended or written to be used, and cannot be used, by prospective investors to avoid penalties that may be imposed on them under the United States Internal Revenue code of 1986, as amended (the "Code"); (B) such discussions are written for use in connection with the promotion or marketing of the transactions or matter addressed herein; and (C) prospective investors should seek advice on their particular circumstances from an independent tax advisor.

A Mizuho Group Company may have acted as underwriter, agent, placement agent, initial purchaser or dealer, lender on instruments discussed in the Presentation, may have provided related derivative instruments, or other related commercial or investment banking services. A Mizuho Group Company or its employees may have short or long positions or act as principal or agent in any securities mentioned herein, or enter into derivative transactions relating thereto or perform financial or advisory services for the issuers of those securities or financial instruments.

The reference throughout this Presentation to "Mizuho" is a generic reference to one or more Mizuho Group Companies. Accordingly, the legal entity which may enter into any transaction or provide any service described in the Presentation may, at the option of one or more Mizuho Group companies and subject to any legal/regulatory requirement, be any one or more Mizuho Group Companies, such as Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA) acting as agent for Mizuho Bank, Ltd., or Mizuho Securities USA Inc. (which is a registered US broker-dealer and the entity through which Mizuho generally conducts its investment banking, capital markets, and securities business in the United States), provided that such Mizuho Group Company is permitted and, if required, appropriately licensed and/or registered to engage in such activities in accordance with applicable laws, rules and regulations.

As previously notified and explained, and unless and until you notify the relevant Mizuho Group Company to the contrary, any non-public information provided by you to any Mizuho Group Company will be maintained in accordance with its internal policies and will be shared with other Mizuho Group Companies to the extent deemed necessary by such Mizuho Group Company to consummate the transaction or provide the product or service described in the Presentation. The interpretation of the Presentation shall, to the extent appropriate, be governed by English law and subject to the jurisdiction of the English courts.

The email addresses of Mizuho staff indicate by which entity they are employed: (i) [name]@mhcb.co.uk indicates Mizuho Bank, Ltd.; (ii) [name]@us.mizuho-sc.com indicates Mizuho Securities USA; and (iii) [name]@uk.mizuho-sc.com indicates Mizuho International plc; and (iv) [name]@mizuhocbus.com indicates Mizuho Bank (USA). Mizuho Bank, Ltd., is authorised and regulated by the Financial Services Agency of Japan. Mizuho Bank, Ltd., London Branch, is authorised by the Prudential Regulation Authority and is subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Prudential Regulation Authority are available upon request. [Any eligible deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch are protected up to a total of £85,000 by the Financial Services Compensation Scheme, the UK's deposit protection scheme. This limit is applied to the total of any eligible deposit accounts with Mizuho Bank, Ltd., London Branch. Any total deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch above the £85,000 limit are not covered. For further information about your rights under the FSCS please visit <http://www.fscs.org.uk>.](#)

Mizuho International plc is authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority.