

欧州G10通貨週報

2025年1月13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	英国債が急落 。英30年国債の利回りが1998年以来の高水準に。(1月7日)	英金利急上昇とポンド安が同時進行。 年明け以降の国債利回りの上昇は多くの国で起こっているが、英国固有の要因として、昨年10月に発表された拡張的な予算を受けて記録的な債券供給が意識されていることや、根強いインフレ懸念を背景とするイングランド銀行(BOE)の利下げ期待の後退などが挙げられる。 長期金利の急上昇の帰結として、財政悪化や不動産市場への悪影響が懸念される。
英国・ ユーロ圏 政治	南アフリカ出身の米国の大富豪イーロン・マスク氏による欧州主要国への政治介入が相次ぐ。	マスク氏は反移民のナショナリズム政党「ドイツのための選択肢(AfD)」のアリス・ワイデル共同代表とX上で対談したほか、ドイツのシュルツ首相や英国のスターマー首相に対してもX上で攻撃を行っている。 マスク氏の介入は、2月23日にドイツ下院議会選挙を控えるなか、欧州政治のさらなる不安定化要因となりかねない。 マスク氏の欧州極右への支持は、自身が所有するX上での反リベラルの言説に自身が影響を受けていると見られるほか、脱原発をはじめドイツのエネルギー政策への批判、英国・EUでデジタル・IT規制強化への機運の高まりへの牽制を通じて、自身の持つ事業の利益拡大を目指す実利的な側面も大きいと見られる。

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
ウクライナ情勢	トランプ氏がNATO諸国に対し、国防費の対GDP比5%への引き上げを要求する意向だと英FTが報じる。 (12月20日)	欧州諸国にとって防衛費の負担増はさらなる財政悪化要因となる可能性。欧州諸国を主体にしたウクライナの安全を保証する枠組みを確立させ、米国がなるべく早期にウクライナ支援を縮小ないし撤回しようとする意図が透ける。
ウクライナ情勢	ウクライナ経由の ロシアから欧州へのガス供給 が停止。 (1月1日)	ウクライナ経由のロシアから欧州への天然ガスの輸出が1月1日に停止したことに伴い、需給ひっ迫への懸念から欧州の天然ガス価格に上昇圧力。企業・消費活動に打撃となるリスク。
ユーロ圏経済	ユーロ圏の12月インフレ率 は前年比+2.4%と11月の同+2.2%から加速(1月9日)	欧州中央銀行(ECB)の利下げ路線には影響を与えないと見られ、市場への影響は限定的。 2025年はエネルギー価格がインフレ率の押し上げに与える寄与度が低下すると見られることから、先行きのインフレ率は鈍化に向かう見込み。もっとも、サービス価格は前年同月比+4.0%と11月の同+3.9%から加速しており、インフレ率高止まりへの懸念は払拭されていない。
ユーロ圏経済	ユーロ圏 11月の失業率 は6.3%と前月から変わらず (1月7日)	失業率統計からは労働需給の緩和は確認されず、賃金及びサービス物価への押し上げ圧力は継続する公算。

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
ユーロ圏 経済	ユーロ圏の11月小売売上高 は前月比+0.1%に（1月9日）	10月の前月比▲0.3%からやや持ち直したものの、勢いは鈍い。賃金の上昇と、インフレ率の低下を受けて、実質可処分所得や貯蓄率は上昇しており、個人消費回復の余地は大きいと見られるが、消費者の信頼感の低迷が重石に。
ユーロ圏 経済	ドイツ鉱工業生産（11月分） は前月比+1.5%と成長（1月9日）	市場予想の同+0.5%上昇を上回った点で、若干の欧州金利上昇、ユーロ高要因に。しかし、ドイツの鉱工業生産が歴史的な低水準で推移していること自体には変化が無い。
ユーロ圏 政治	オーストリアで初の極右首相誕生へ。ファンデアベレン大統領が過激な言動で知られる自由党のキクル党首に連立協議を指示。（1月6日）	ナチスの元幹部が創設した自由党は、「非常事態法」によって難民の権利を停止し、オーストリア人の「同質性」を回復するといった明らかにEU法違反の主張を行っているほか、親ロシアの姿勢でも知られる。欧州での極右台頭の現状を改めて印象づける結果に。
ユーロ圏 政治	イタリアのメローニ首相がトランプ氏の別荘を訪問。（1月4日）	フォンデアライエン委員長らEUの主流派と、トランプ政権の「パイプ役」としての存在感を高める。
スイス 経済	スイスの12月消費者物価指数は前年同月比+0.6%と11月の同+0.7%からさらに減速。（1月7日）	生鮮食品や季節商品、エネルギーを除いたコア指数の伸びも鈍化。2025年以降はエネルギーの寄与度がマイナスに転じると見込まれ、一段とインフレの伸びが減速する公算が大きい。3月会合での追加利下げの可能性が高まる。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「穴子の天ぷらVSフィッシュ・アンド・チップス」

年末年始は約2年ぶりに日本に帰郷しました。

初日は、茅場町にある老舗の蕎麦屋で、奮発して2,500円の穴子天ぷら蕎麦をいただきました。職人が目の前で蕎麦粉から蕎麦をうつ姿に感動し、穴子天の繊細な味わいに舌鼓を打ちました。しかし、2500円というと日本では高級な料理のイメージですが、ポンド換算では約13ポンドと、ロンドンのパブでフィッシュ・アンド・チップスを頼むのと変わらない価格です。日本の職人仕事の結晶のような穴子天ぷらそばと、ほぼ油であげただけの大味な英国のパブ料理が同じ値段というのは、何かが間違っている気がしてなりません。

また、東京滞在時には豊洲のキザニアに子供達を連れて行ったついでに、豊洲市場で噂の「インバウン丼」を視察してきました。特上ちらしが5,000円超え（ポンド換算で26ポンド程度）の価格設定に、思わず目を疑いましたが、この強気の価格設定でそれなりに海外からの観光客と思われる人たちが入っているあたり、内外価格差を感じずにはいられませんでした。

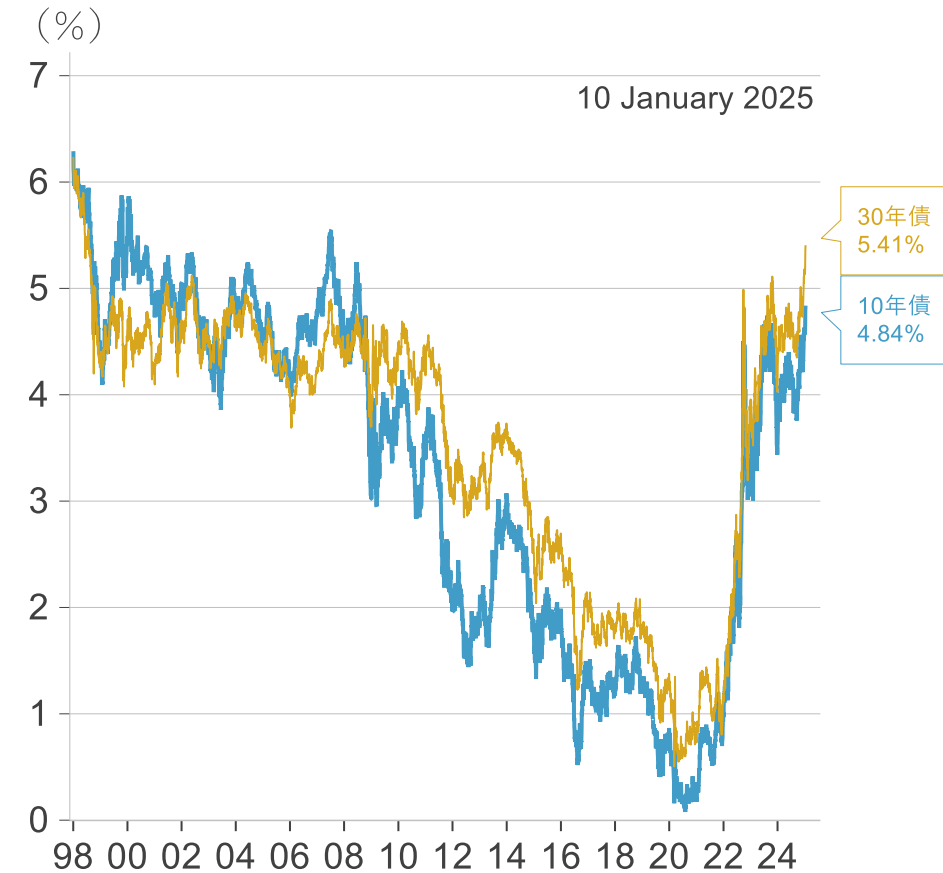
とはいえ、こういった値段の高い食事を、海外で働いている人たちが普段、気軽にできるわけではないです。ロンドンに帰ってから26ポンドの寿司の話を同僚にしたところ、それはさすがに高すぎるだろう、という話になりました。寿司といえば、10ポンド弱のWASABIやITSU（ロンドンによくある日本風の食事を提供する店）のサーモン弁当を連想する人が多いようです。かなり上の役職の方も、この前、日本に出張で行った時は1,600円（約8.6ポンドくらい）の寿司を食べた、と言っていました（意見を聞いた方は全てイギリス人です）。

ロンドンではたしかに名目の賃金は高いものの、物価も高くしかも値段がどんどん上がっていくので、生活が楽ではないです。しかも、職の安定性という観点ではシビアな世界なので、いざという時のためになるべく節約しようという人も思ったより多い気がします（貯蓄率は低いですが、生活コストが高くて貯蓄しようにもできない人が多い、というのが実態だと思います）。「インバウン丼」は本当の富裕層が買っているか、もしくは一般の観光客が、滅多に來れない日本に來た記念に奮発して食べている、という面が大きいのではないかと思います。

欧州に2年暮らして、東京での生活を改めて体験すると、街の清潔さ、インフラの整備状況、公共交通機関の正確さ、食事の安さとそれに関わらず高いクオリティー、など東京が世界屈指の都市と評価されている理由を身をもって感じます。ただし、2年前と比較して、コンビニやスーパーの食品が容量が小さく、中身もコストカットされているように感じられたのは気がかりでした。人件費の高騰や、円安に伴う輸入物価の上昇が背景にあるのでしょうか。東京ないし日本が高い生活のクオリティーを維持するためにも、改めて効率性を高め、円安是正にも取り組む必要があると感じます。

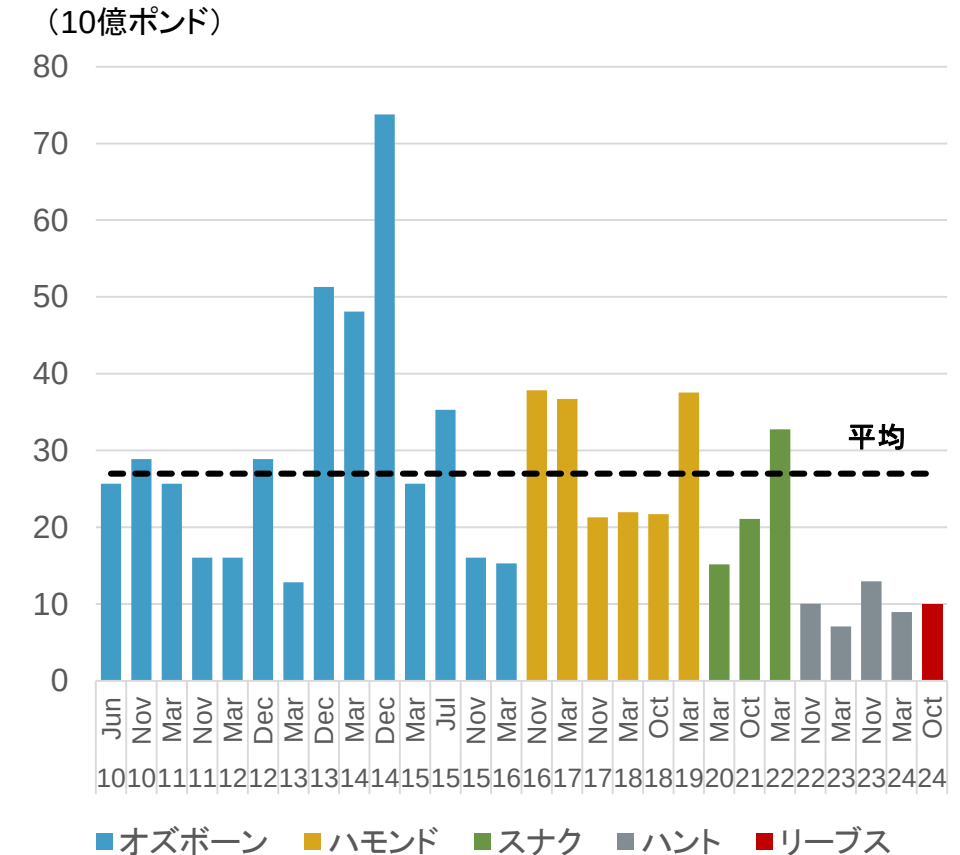
英30年国債の利回りが1998年以来の高水準に（1月7日）

英国債（ギルツ） 利回り



（出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ）

英国 財政余地（ヘッドルーム）

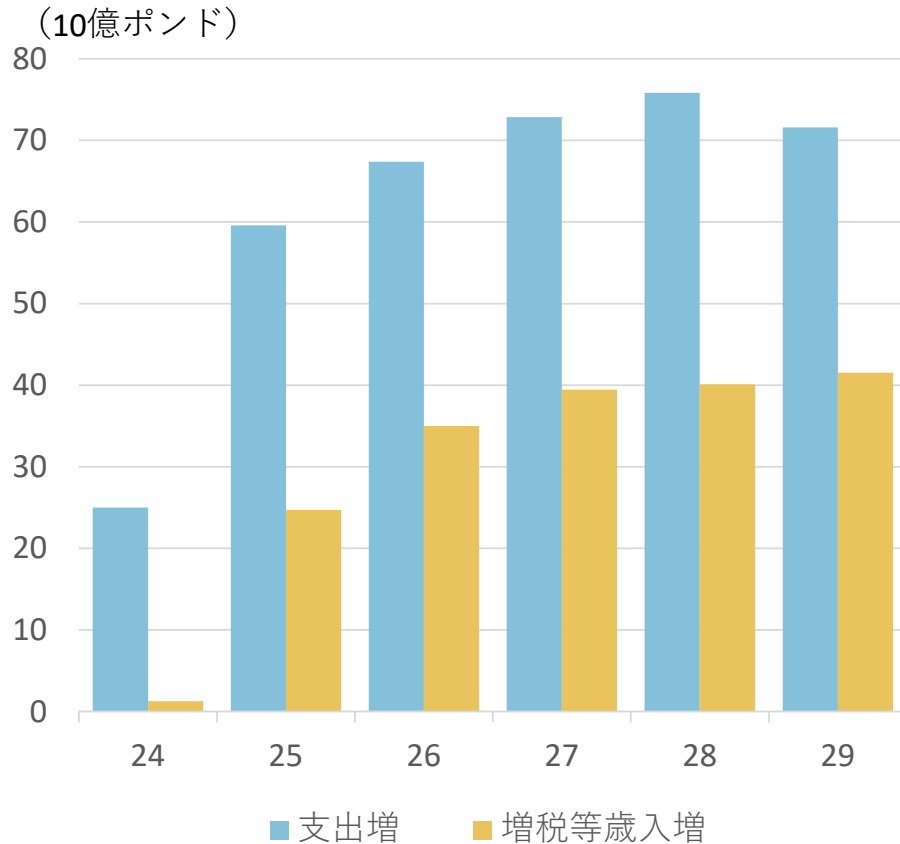


（出所：英予算責任庁（OBR）、みずほ）

10年債も1月8日には4.8%に達し、2008年8月以来の高水準となった。長期金利の急上昇の帰結として、財政悪化や不動産市場への悪影響が懸念される。昨今の金利の上昇に伴う利払い負担の増大によって、春季予算案では財政支出の抑制やさらなる増税といった施策を迫られるリスクが高い。国債利回りの上昇が住宅ローン金利にも波及すれば、英国の不動産市場への悪影響も避けられないだろう。

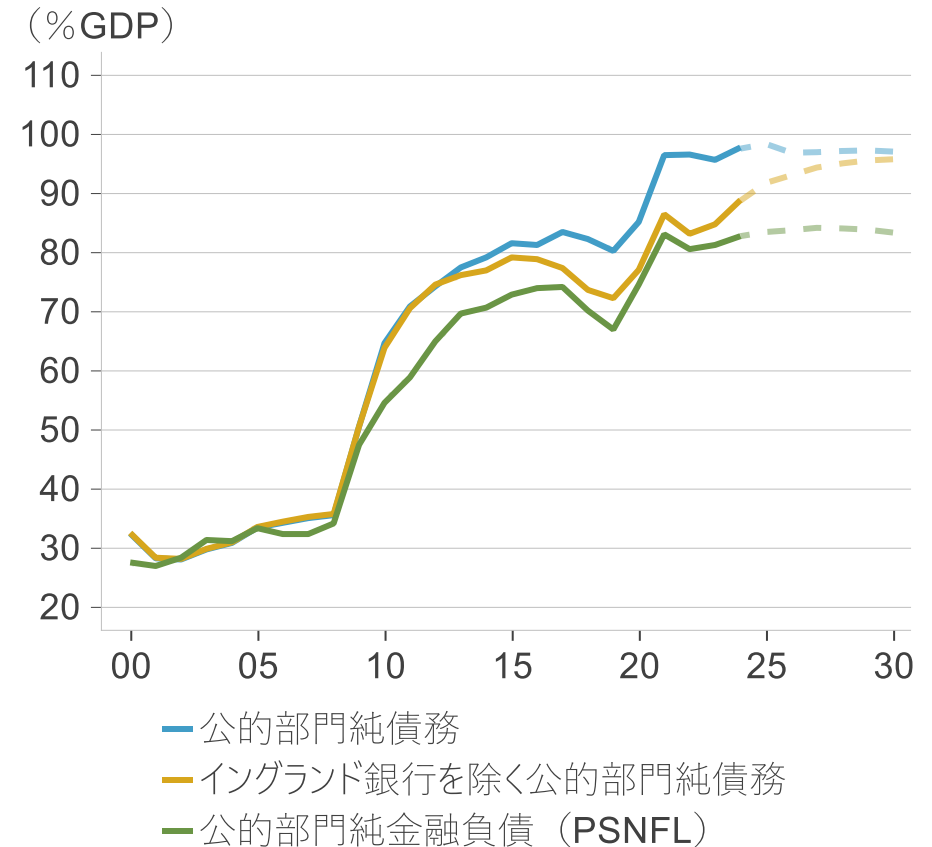
英国 昨年10月に発表された拡張的な予算を受けて記録的な債券供給を意識

英国予算案 支出増と増税等歳入増



(出所：英国予算責任局、みずほ)

英国公的債務残高



注：点線は英国予算責任局 (OBR) の予測を表示。

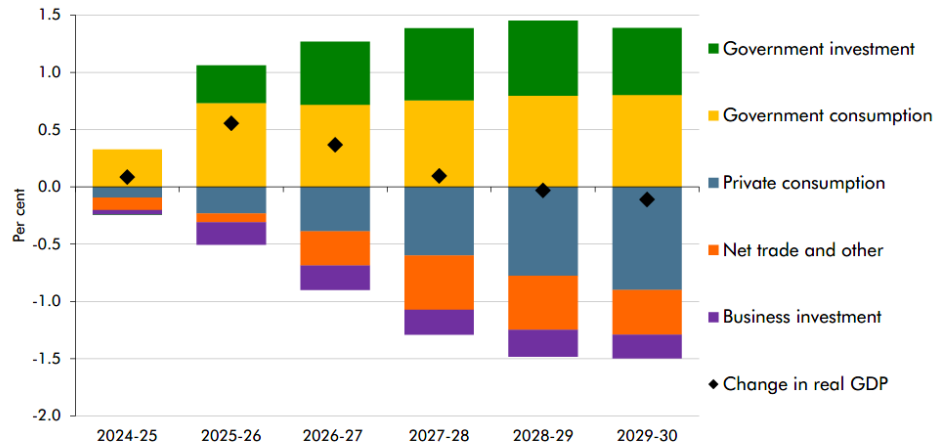
(出所：英国国家統計局 (ONS)、英国予算責任局 (OBR)、マクロボンド、みずほ)

年明け以降の国債利回りの上昇は多くの国で起こっているが、英国固有の要因としては、昨年10月に発表された拡張的な予算を受けて記録的な債券供給が意識されるなかで、イングランド銀行 (BOE) が量的引き締め (QT) の方針を堅持していることで需給バランス悪化への懸念が強まっている点が挙げられる。根強いインフレ懸念を背景とするBOEの利下げ期待の後退も金利の上昇要因となっている。また、そもそも論となるが、先進国の国債市場の中でギルツは市場規模や流動性といった観点で同水準の利回りの米国債と比較して厚みが薄く、発行額の約3分の1を海外投資家が保有している。つまり、今回のような世界的な債券市場の混乱の際に、ギルツがより高いリスクプレミアムを市場から求められやすい。

英国 増税に伴う企業活動・個人消費への負の影響を指摘

予算責任局（OBR） 実質GDP成長率見通し

Chart 1.3: Policy impacts on real GDP and its components



Source: OBR

	2024-25	2025-26	2026-27	2027-28	2028-29	2029-30
Private consumption	-0.1	-0.2	-0.4	-0.6	-0.8	-0.9
Government consumption	0.3	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
Government investment	0.0	0.3	0.5	0.6	0.7	0.6
Business investment	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Net trade and other	-0.1	-0.1	-0.3	-0.5	-0.5	-0.4
GDP	0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	-0.1

予算責任局（OBR）CPI、政策金利、英国5年国債の見通し

Chart 1.4: CPI inflation

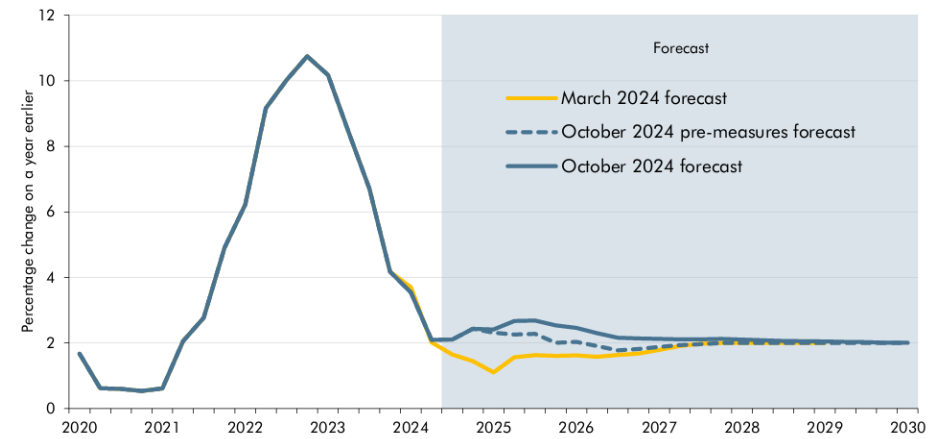
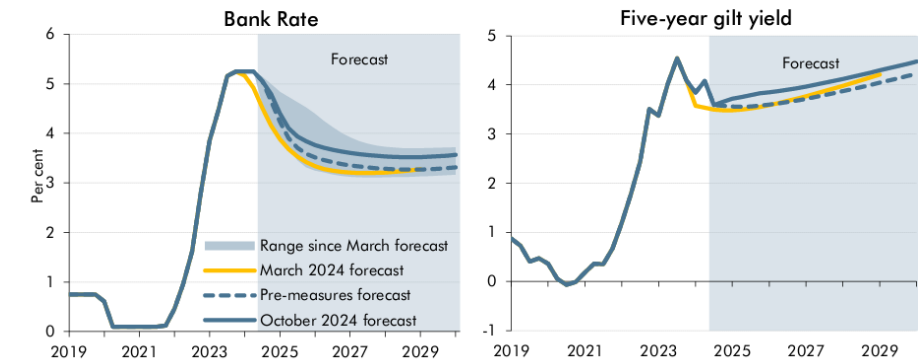


Chart 1.5: Bank Rate and five-year gilt yield



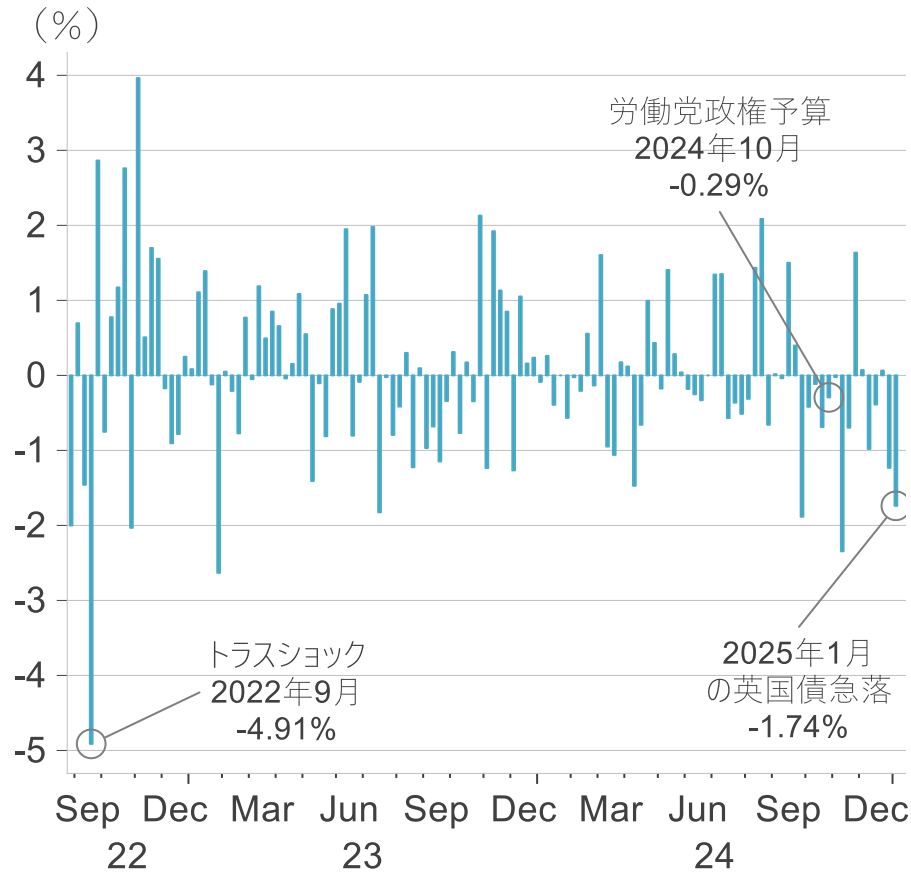
Note: March 2024 forecast is the average of 10 working days to 23 January. Pre-measures forecast is the average of 10 working days to 12 September. Range is the minimum and maximum daily value between our March forecast and 23 October.

Source: Bank of England, OBR

予算責任局（OBR）は予算案の影響の分析の中で、2025年度こそ0.6%の成長率の押し上げが見込まれるものの、2029年度にはむしろ成長への寄与度はマイナスに落ち込むという見方を示している。こうした見通しの背景には、政府の財政支出拡大に伴う民間投資のクラウディング・アウトが起これと見られることや、企業が負担する国民保険料の引き上げに伴う負担を、企業が賃金の支払い抑制や、労働力や労働時間の調整によって賄おうとすることで、むしろ労働者の所得が減少し、個人消費が抑制される恐れがあるという見方がある。予算案後に発表された経済指標や各種サーベイでは、企業の英経済に対する見方が悪化していることが示されており、OBRの悲観的な見方が裏付けられた格好に。

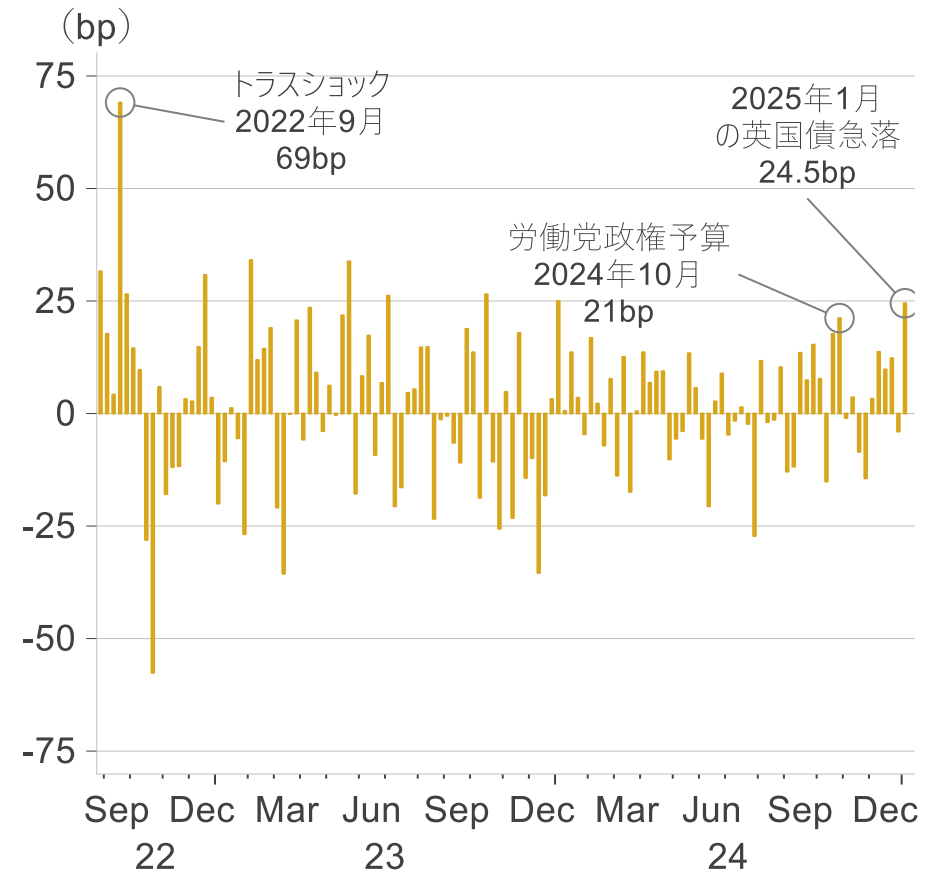
英国 2022年のトラスショック時の混乱にはまだ至っていない

英ポンド対ドルレート 週間変化率



(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

英国10年国債利回り 週間変化幅



(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

2022年のトラスショックの際は、事態を収拾するためにBOEが国債の買い入れを迫られた。もっとも、当時の市場の混乱と比較すれば、現在の状況はまだそのレベルには達していないと見られる。また、2022年当時、市場の混乱を増幅する要因となったと指摘されたのは債務連動型運用（LDI：Liability Driven Investment）戦略と呼ばれる年金のレバレッジをかけた運用だったが、当時の反省から、BOEはLDIに対する規制を強化している。こうした当時との違いを考慮すれば、今回のギルツ「急落」に対しては、落ち着いて見るべきではないかと思われる。とはいえ、現時点でギルツ市場の混乱に収束の兆しは見えておらず、動向を注視する必要があるだろう。

1月1日にウクライナ経由のロシアからのガス供給が停止

状況の整理

< 何が起きているのか >

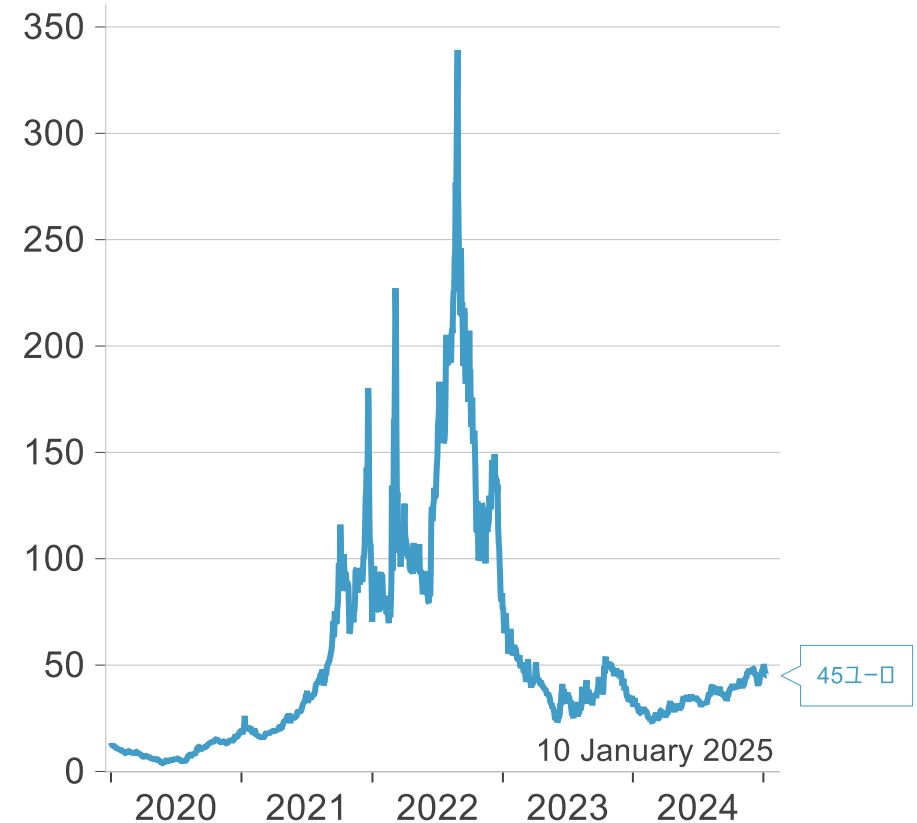
- ロシアの国営ガス企業ガスプロムは1月1日、ウクライナ経由での欧州への天然ガス輸出を停止したと発表。
- ウクライナはロシアの資源事業に打撃を与える狙いで、2024年末で終了した5年契約の更新を拒否する方針をかけてより決めていた。
- 欧州天然ガス価格のベンチマークとなるオランダTTFの翌月渡し先物価格は1月3日、メガワット時あたり50ユーロ近辺と14か月ぶりの高値水準に達した。

< 先行きの欧州天然ガス価格への影響 >

- ロシアの天然ガスの対欧州への輸出を巡っては、トルコやブルガリアを経由するパイプラインを使って部分的に代替できるとする見方もある。パイプライン経由ではなくLNGの形での輸出が増えているとの見方も。
- しかし、気温の低下や、現在70%程度の欧州のガスの貯蔵量を復元しようとする動きに伴う需要増大に伴い、当面、欧州のガス価格が高止まりするリスクがある。去年の同時期には、欧州のガスの貯蔵量は80%を超えていた。

オランダTTF（欧州天然ガス指標）翌月渡し先物価格

(EUR per mwh)

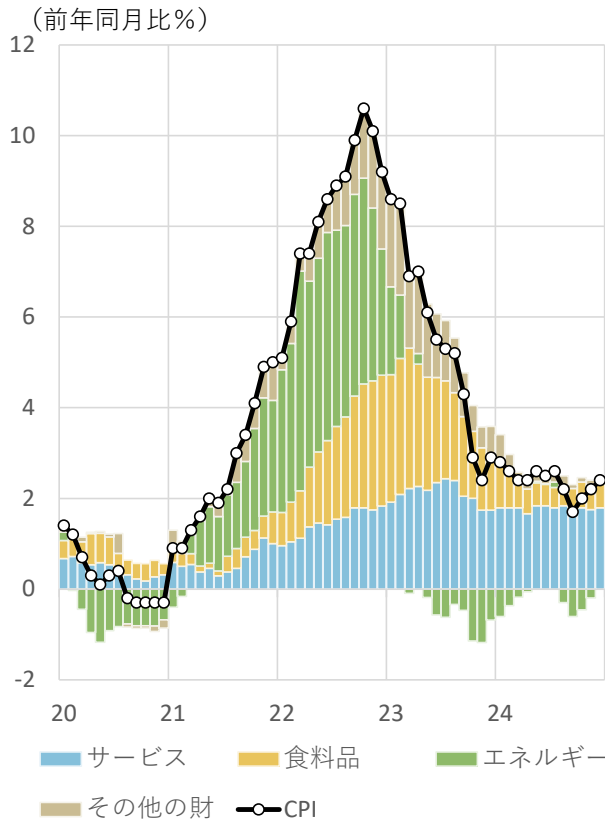


(出所：英LSEG、ブルームバーグ、みずほ)

ウクライナ経由のロシアから欧州への天然ガスの輸出が1月1日に停止したことに伴い、需給ひっ迫への懸念から欧州の天然ガス価格に上昇圧力。企業・消費活動に打撃となるリスク。

ユーロ圏の12月インフレ率は前年比+2.4%と11月の同+2.2%から加速（1月9日）

ユーロ圏 EU基準消費者物価指数（HICP）



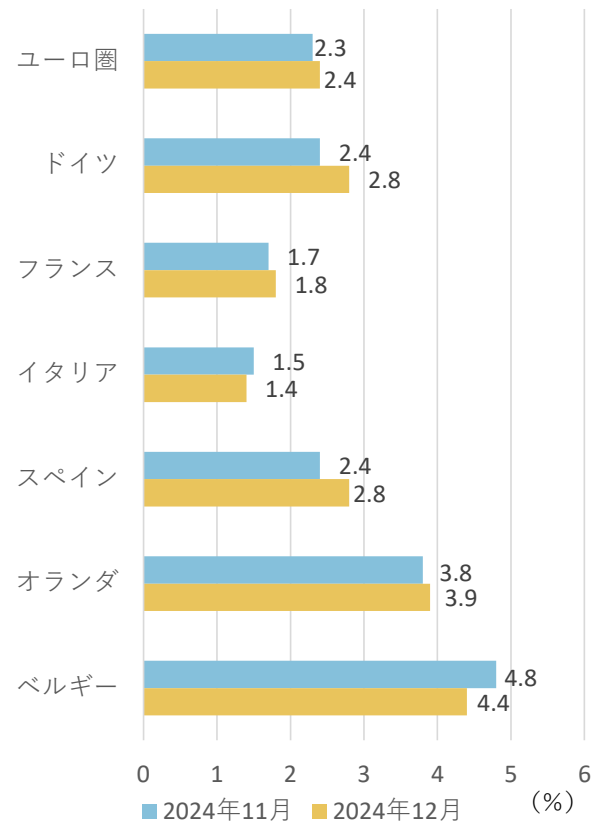
（出所：ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ）

ユーロ圏HICP内訳

	ウェイト 2024年	前年比%		前月比%	
		24年11月	24年12月	24年11月	24年12月
ユーロ圏HICP	1000.0	+2.2	+2.4	▲0.3	+0.4
コアシリーズ					
エネルギーを除く	900.9	+2.7	+2.7	▲0.4	+0.3
エネルギー、未加工食品を除く	857.4	+2.7	+2.8	▲0.4	+0.4
エネルギー、食料品、アルコールとタバコを除く	706.2	+2.7	+2.7	▲0.6	+0.5
食料品、アルコール&タバコ	194.7	+2.7	+2.7	+0.2	▲0.1
加工食品、アルコール&タバコ	151.2	+2.8	+2.9	+0.1	▲0.1
未加工食品	43.5	+2.3	+1.7	+0.3	▲0.1
エネルギー	99.1	▲2	+0.1	+0.5	+0.6
非エネルギー生産財	257.3	+0.6	+0.5	0	▲0.1
サービス	448.8	+3.9	+4	▲0.9	+0.8

（出所：ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ）

ユーロ圏主要国 HICP（前年比）

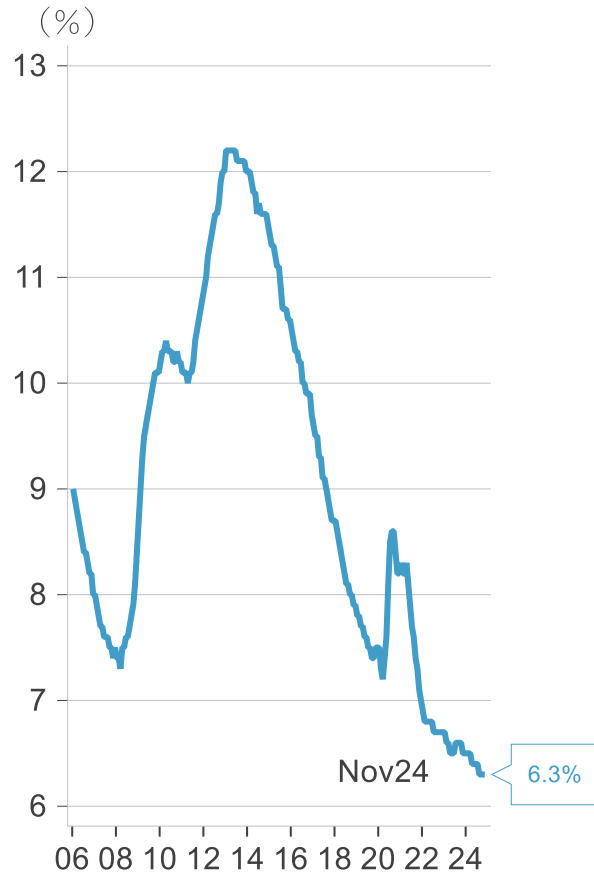


（出所：ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ）

2025年はエネルギー価格がインフレ率の押し上げに与える寄与度が低下すると見られることから、先行きのインフレ率は鈍化に向かう見込み。域内の景気の弱さを考慮すれば、今回のインフレ率上振れがECBの利下げ継続を妨げるものにはならない見込み。もっとも、サービス価格は前年同月比+4.0%と11月の同+3.9%から加速しており、インフレ率高止まりへの懸念は払拭されていない。

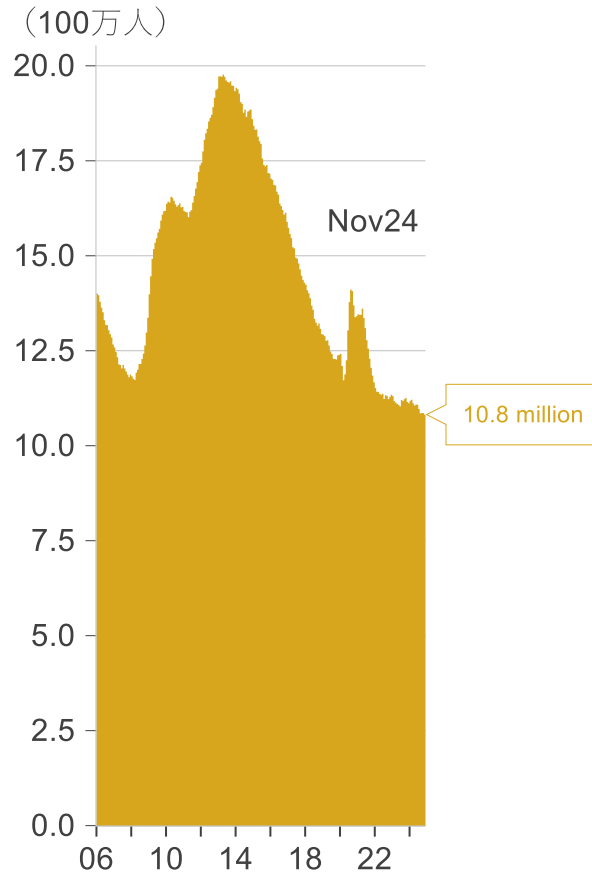
ユーロ圏 11月の失業率は6.3%と前月から変わらず（1月7日）

ユーロ圏 失業率



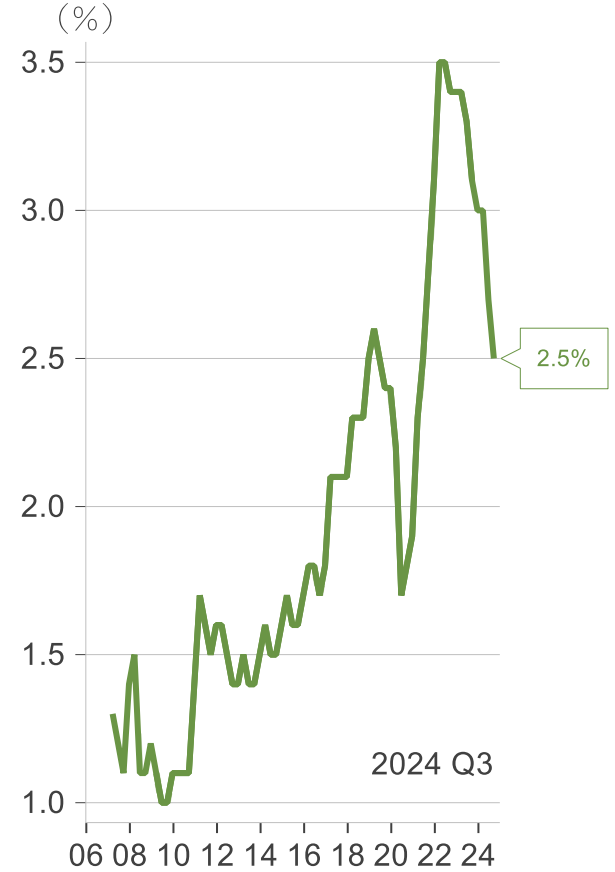
（出所：Eurostat、マクロポンド、みずほ）

ユーロ圏 失業者数



（出所：Eurostat、マクロポンド、みずほ）

ユーロ圏 欠員率

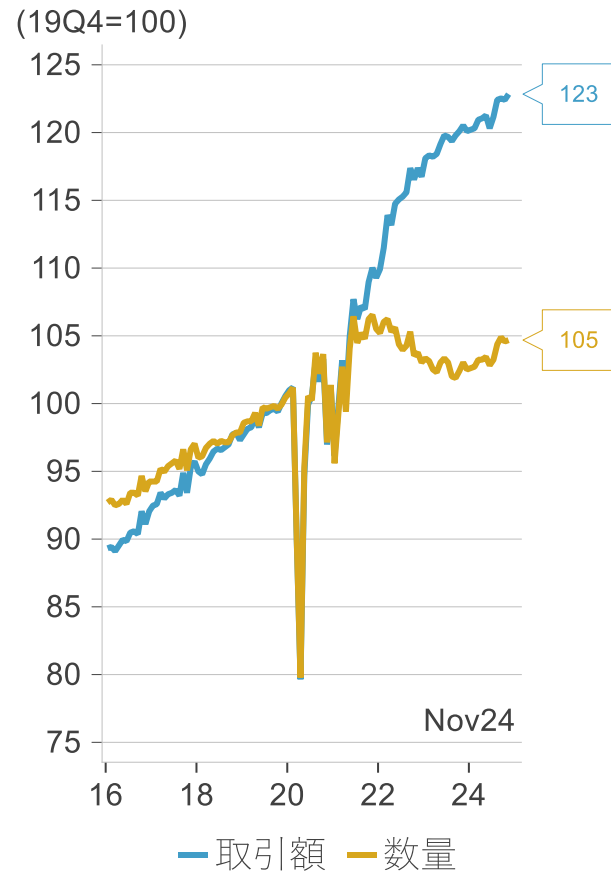


（出所：Eurostat、マクロポンド、みずほ）

失業率統計からは労働需給の緩和は確認されず、賃金及びサービス物価への押し上げ圧力は継続する公算。

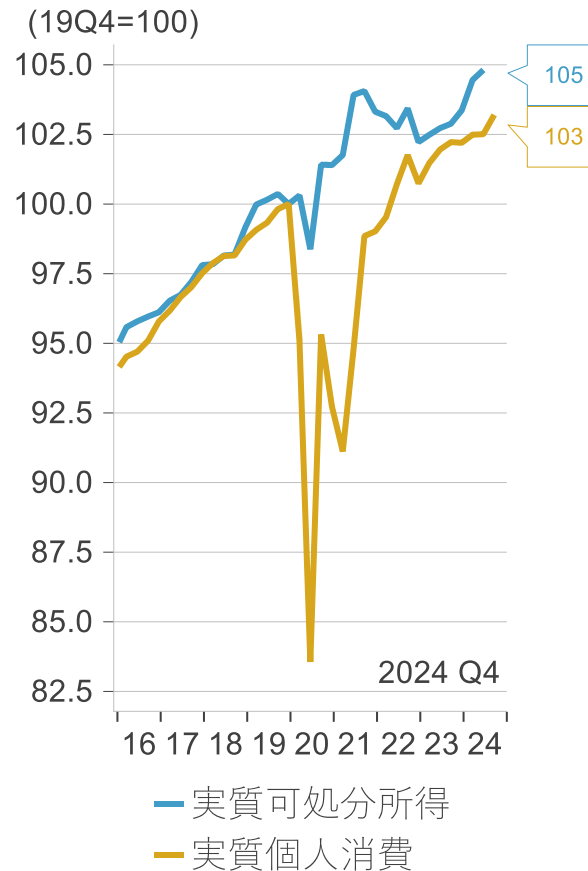
ユーロ圏の11月小売売上高は前月比+0.1%に（1月9日）

ユーロ圏 小売売上高



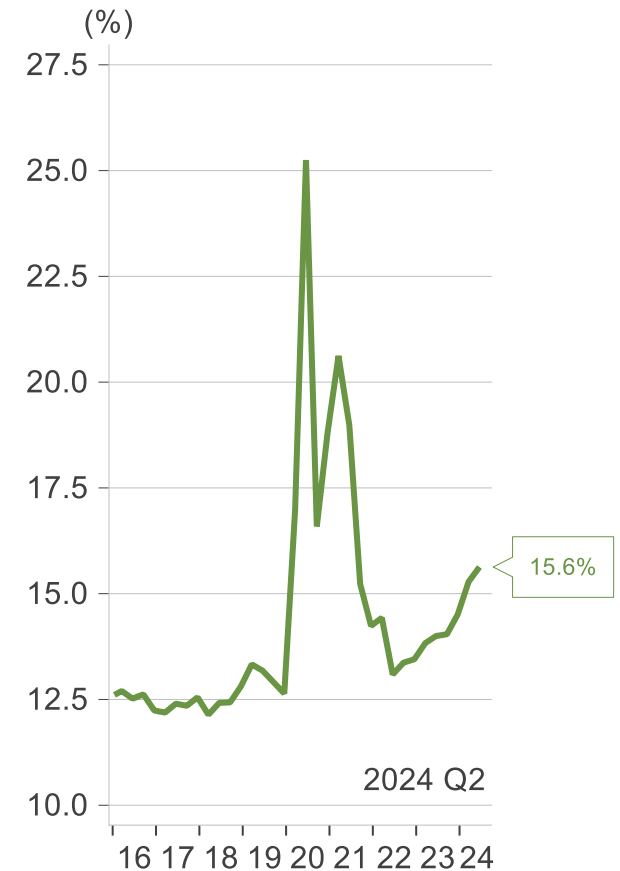
（出所：ユーロスタット、マクロポンド、みずほ）

実質可処分所得と実質個人消費



（出所：ユーロスタット、マクロポンド、みずほ）

ユーロ圏 貯蓄率



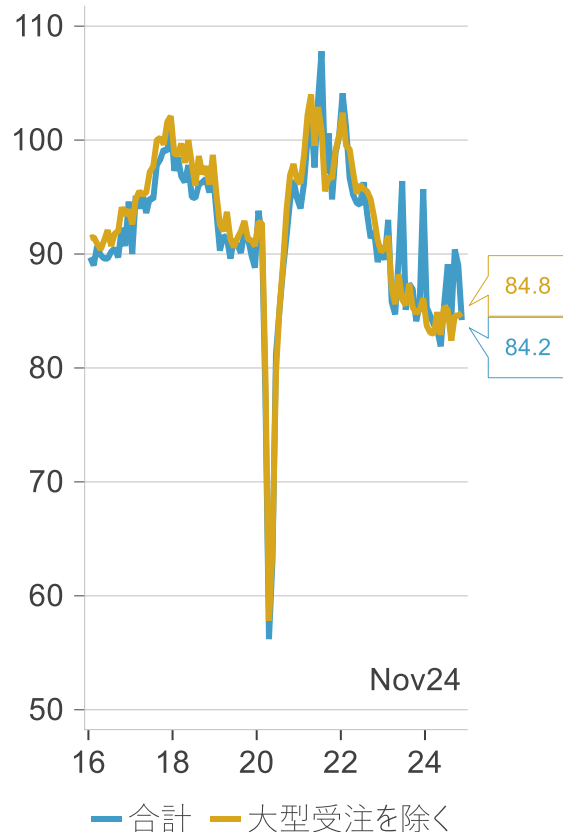
（出所：ユーロスタット、マクロポンド、みずほ）

10月の前月比▲0.3%からやや持ち直したものの、勢いは鈍い。賃金の上昇と、インフレ率の低下を受けて、実質可処分所得や貯蓄率は上昇しており、個人消費回復の余地は大きいと見られるが、消費者の信頼感の低迷が重石に。

ドイツ鉱工業生産（11月分）は前月比+1.5%と成長（1月9日）

ドイツ 製造業受注

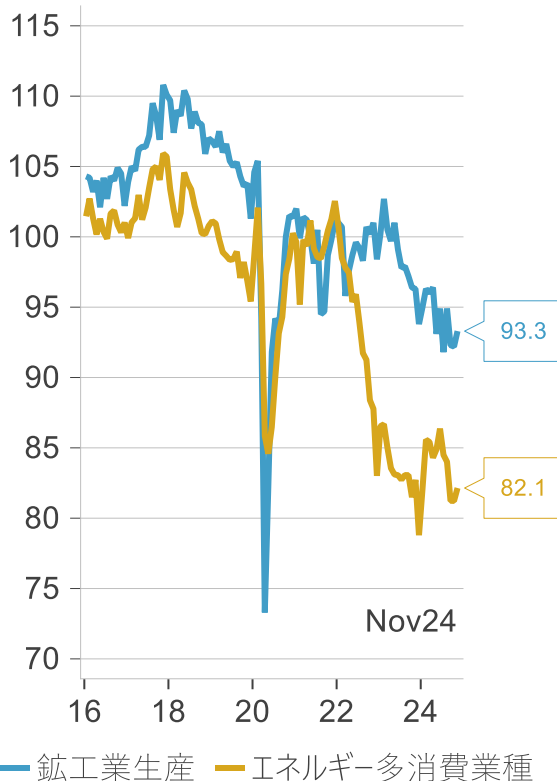
(2021年=100)



（出所：Destatis、マクロポンド、みずほ）

ドイツ 鉱工業生産指数

(2015年=100)

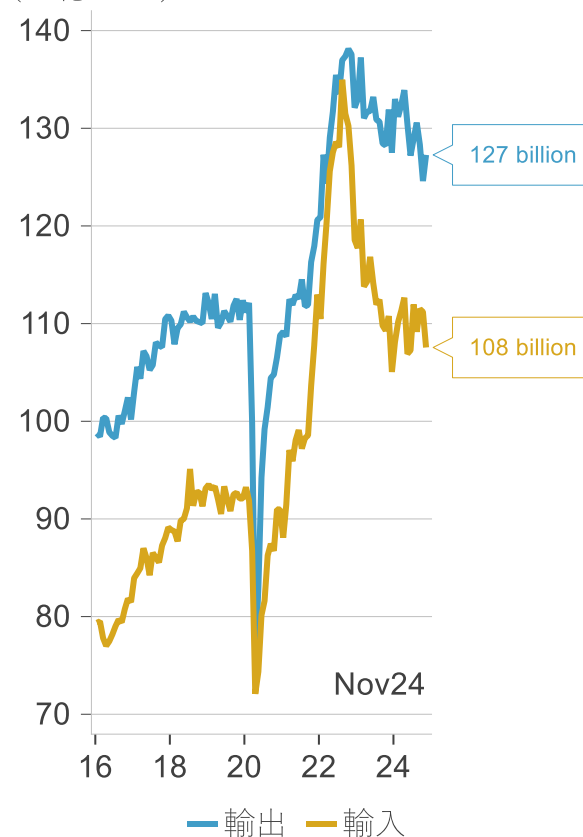


注：エネルギー多消費業種は化学、紙・パルプ、窯業・土石、鉄鋼・非鉄の合成指数。

（出所：Destatis、マクロポンド、みずほ）

ドイツ 輸出入（金額ベース）

(10億ユーロ)



（出所：Bundesbank、マクロポンド、みずほ）

市場予想の同+0.5%上昇を上回った。しかし、ドイツの鉱工業生産が歴史的な低水準で推移していること自体には変化が無い。

欧州G10通貨中期見通し（2024年12月25日時点）

	Spot	2024 Mar	2025 Jun	Sep	Dec	Mar
対ドル						
EUR/USD	1.04	1.04	1.03	1.01	0.98	1.00
GBP/USD	1.25	1.24	1.22	1.24	1.26	1.28
USD/CHF	0.91	0.88	0.88	0.89	0.94	0.94
USD/NOK	11.4	11.2	11.2	11.3	11.5	11.2
USD/SEK	11.1	11.1	11.3	11.4	11.6	11.3
対ユーロ						
EUR/GBP	0.83	0.84	0.84	0.81	0.78	0.78
EUR/CHF	0.94	0.92	0.91	0.90	0.92	0.94
EUR/NOK	11.79	11.6	11.5	11.4	11.3	11.2
EUR/SEK	11.46	11.5	11.6	11.5	11.4	11.3
対円						
EUR/JPY	162.8	160	161	159	157	162
GBP/JPY	196.8	191	190	195	202	207
CHF/JPY	173.2	174	177	176	170	172
NOK/JPY	13.8	13.8	14.0	13.9	13.9	14.5
SEK/JPY	14.2	13.9	13.9	13.8	13.8	14.3
USD/JPY	157.2	154	156	157	160	162

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12月25日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2024年12月25日時点

英ポンド

ユーロ圏との比較で相対的に堅調な国内景気、米国との「特別な関係」、安定した国内政治情勢、といった強みに綻び

・12月の英ポンド相場は対ドルで1.7%続落した一方、対ユーロでは0.4%、対円では3.2%上昇している。対ドルでの下落は、米国経済一人勝ちを背景とするドルの強さの裏返しという側面が大きいだろう。

一方、2024年年間を通して見れば、英ポンドは対ユーロでの上昇がトレンドとなってきた。それは主にユーロ圏経済の弱さに由来する。ドイツ製造業の構造的な苦境、ユーロ圏の国々の対米国での貿易黒字（米国から見た貿易赤字）の大きさからトランプ次期政権による関税発動が与える悪影響が大きくなると見込まれることや、さらにはドイツとフランスという大陸欧州の2大国の政治情勢の混乱、といった複合的な要因があった。それに対し、英国はサービス産業がGDPの8割を占めることや、財輸出への依存度の低さからトランプ政権による関税発動の悪影響を受けにくいこと、7月の総選挙で労働党が議会の安定多数を得たことで大陸欧州で見られるような政治情勢の混乱とは一線を画すことが強みと見られてきた。

もっとも、こうした要素は既に市場で広く織り込みが進んでいる可能性がある。一方で、ユーロ圏との比較で相対的に堅調な英国国内景気、米国との「特別な関係」、安定した国内政治情勢、といった英国の強みにも綻びが見られる。短期的には対ユーロでのポンドの上昇トレンドが反転する可能性が高まっているだろう。とりわけ、10月末に発表された英予算案での増税発表を受けて、英国の企業が国内景気の先行きに対する悲観姿勢を強めていることを示す指標が相次いで発表されていることは意識する必要があるだろう。企業の慎重姿勢が、先行き、賃金の上昇圧力の減退や、失業率の悪化につながるようであれば、イングランド銀行(BOE)に対し利下げペースの拡大を促す可能性が高いためだ。

ユーロ

脆弱な経済面に加え、政治面での不透明感も強まる。

・12月のユーロ相場は続落した。ユーロ相場への逆風は引き続き強い。元々脆弱な経済面に加え、政治面での不透明感も耳目を引きつつある。域内に目をやれば、ドイツを筆頭として域内の経済・金融情勢が精彩を欠く状況下、ドイツおよびフランスにおいて相次いで政権が倒れている。しかも、ドイツは25年2月、フランスは同7月以降にしなければ選挙は開催されない。域外ではトランプ次期政権で想定される追加関税への懸念が域内企業の景況感を毀損する状況にある。

文字通り、内憂外患と言える苦境だ。要のドイツ経済は25年のゼロ成長が予想され、安定的に潜在成長率を超えて推移する米国経済との差は大きい。これがそのまま予測期間を通じたFRBとECBの利下げ回数の差となるだろう。具体的にECBは25年中に4～5回が織り込まれているのに対し、FRBは1～2回と相応に差がつきそうである。結果、ユーロドル相場が22年以来的のパーティ割れを試す展開は十分予想される。なお、トランプ次期政権は恐らく欧州主要国に防衛費増額などを迫る可能性がある。結果、加盟国と欧州委員会が財政規律を巡って摩擦を強める展開もユーロ売り材料として警戒したい。

注：ユーロの見通しの概要は「中期為替相場見通し」（2024年12月25日発行）より抜粋。

スイスフラン

スイス国立銀行はフラン高抑制のため、12月会合では市場予想の倍の大幅利下げを実施

- 12月のフラン相場は対ユーロで約0.8%下落。フランは2024年年間を通して上昇基調にあったが、12月12日のスイス国立銀行(SNB)の大幅利下げを受けて反落した。SNBは市場予想の倍の幅となる50bpの利下げを実施し、政策金利を0.50%に引き下げた。ゼロ金利まであと25bpの利下げ2回で達することになる。シュレーゲル総裁は、SNBはマイナス金利を望まないが、フランに対する投機を抑制するために必要であれば(フラン高を抑えるために)マイナス金利政策を再検討すると警告を改めて表明した。
- 「マイナス金利を望まない」という発言は、この政策が金融システムへの悪影響があったことが様々な研究から指摘されていることを意識したものであろう。シュレーゲル総裁は本日の利下げによりマイナス金利導入の可能性は低下したとも指摘しており、現時点では、次回会合でも大幅利下げを継続する可能性は高くないと思われる。
- ただ、それもフランの動向次第であり、金融緩和継続に関わらずフラン高圧力が継続するようであれば、マイナス金利の再導入の可能性は高まると見られるほか、フラン高圧力回避のための為替介入再開の可能性も浮上するだろう。
- SNBの大幅利下げによってフランは下落したが、この流れが継続することは見込みにくい。フラン高の根本要因として、スイスが対GDP比で見て巨額の貿易黒字を計上しているためだ。また、トランプ氏の復活や欧州政治の混乱・中東の地政学不安という外部環境の中で、フランが逃避先通貨として選ばれやすい状況には金融緩和や為替介入観測があるにしても、変わりがないだろうと思われる。

ノルウェークローネ

ノルウェー中央銀行の利下げ開始が意識されつつある

- 12月のクローネ相場は対ユーロで約1%下落。ノルウェー中央銀行は12月19日の金融政策決定会合で政策金利を4.5%に据え置く一方、来年3月には金融緩和に着手する可能性が高いと述べた。欧州中央銀行(ECB)やスウェーデン・リクスバンクが金融緩和を先行きも継続すると見られる中で、緩やかなペースのノルウェー中銀の利下げが為替市場に与えるインパクトはそれほど大きくなると見込まれないが、それでも、利下げ開始となればノルウェー経済にとって一つの区切りとは言え、クローネのサポート要因がやや弱まることにつながるだろう。

スウェーデンクローナ

リクスバンクの利下げの終着点が意識される展開に

- 12月のクローナ相場は対ユーロでやや持ち直した。2024年はスウェーデン・リクスバンクが金融緩和を積極化させ、欧州中央銀行(ECB)の政策金利の水準を下回ったこともあり、年間を通して見ればクローナの下落が目立った。リクスバンクの利下げはまだ続く可能性が高いと見られるが、11月分のCPIインフレ率の上振れや、住宅販売の持ち直し傾向もあり利下げ打ち止めも近づきつつあると見られる。

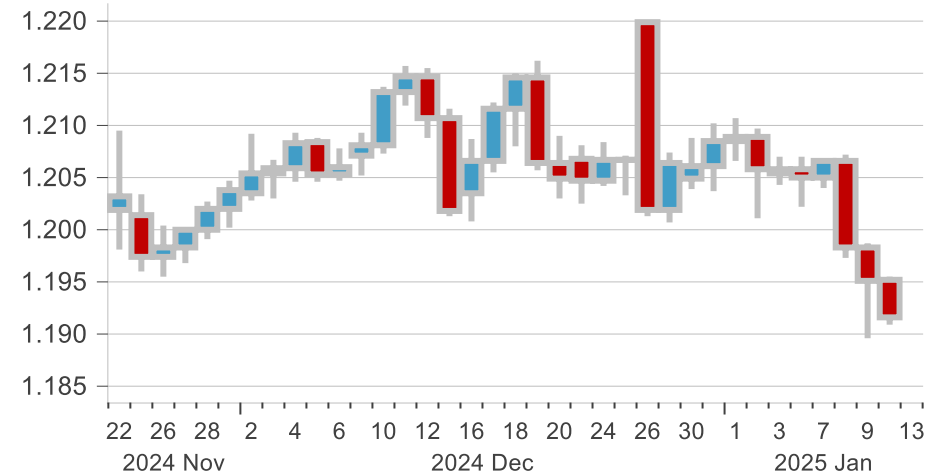
マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

英国 マーケットデータ (1 / 2)

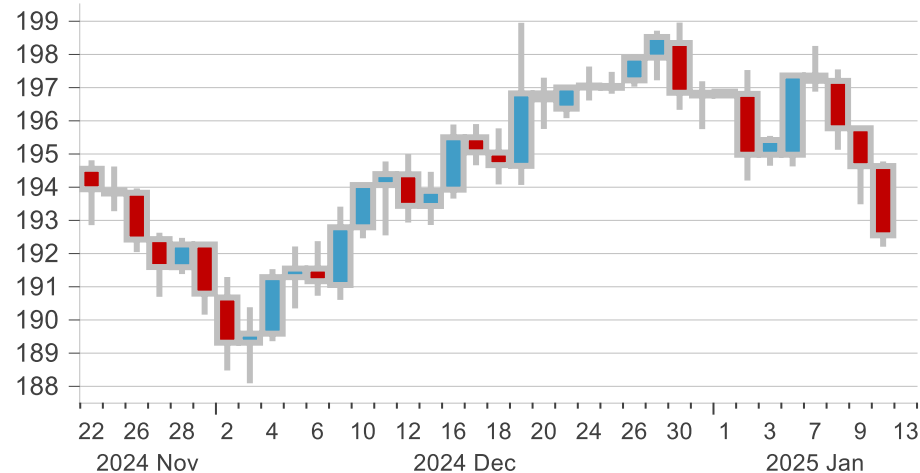
ポンド対ドル相場 (GBPUSD)



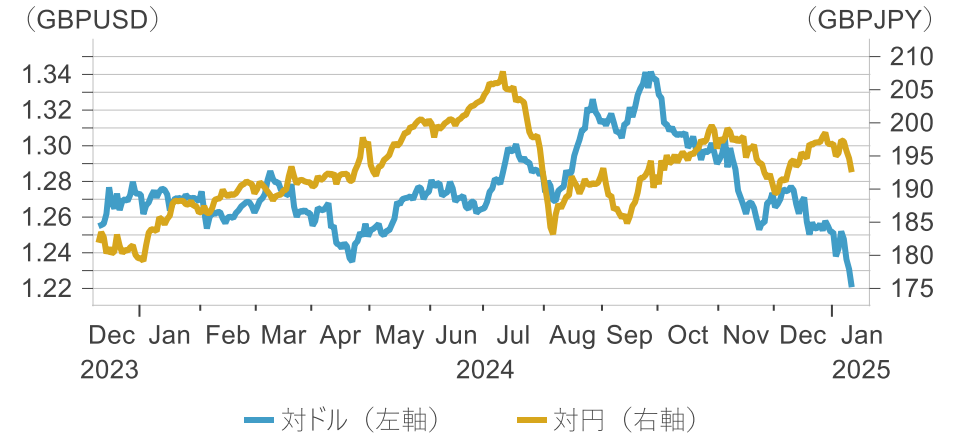
ポンド対ユーロ相場 (GBPEUR)



ポンド対円相場 (GBPJPY)



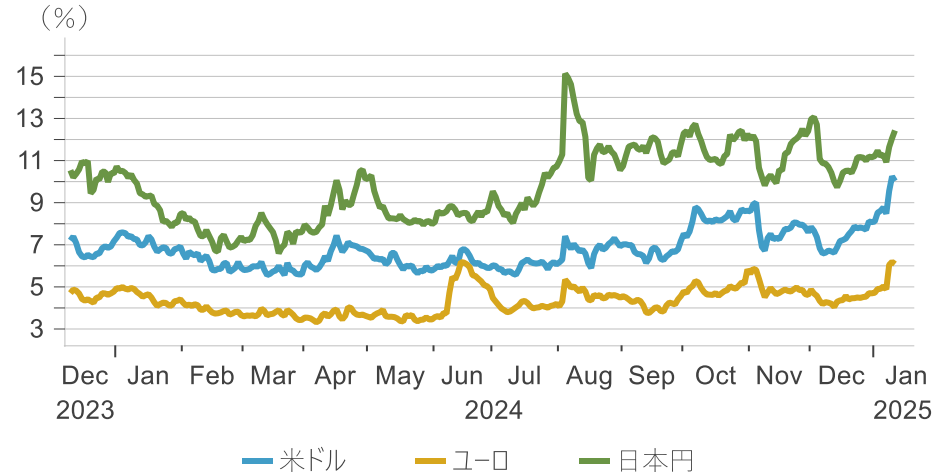
ポンド 対ドル、対円レート ロンドン終値 日足
(GBPUSD)



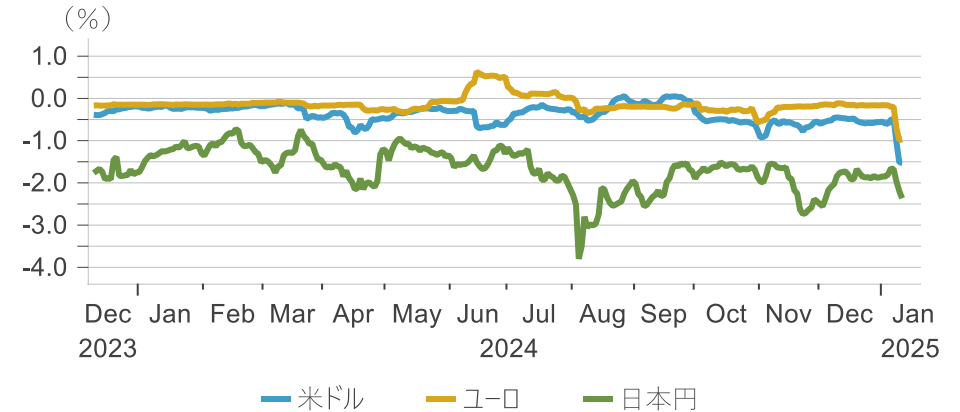
MACROBOND

英国 マーケットデータ (2 / 2)

ポンド インプライド・ボラティリティー (1か月)

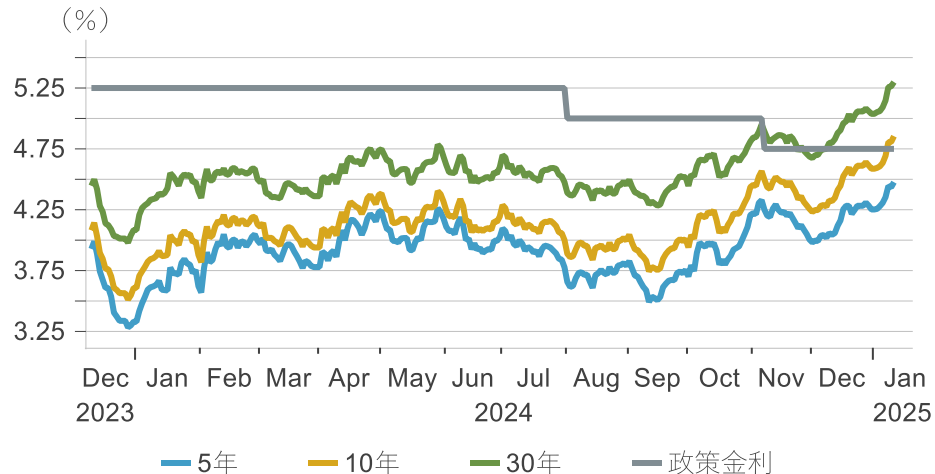


ポンド リスクリバーサル (1か月)

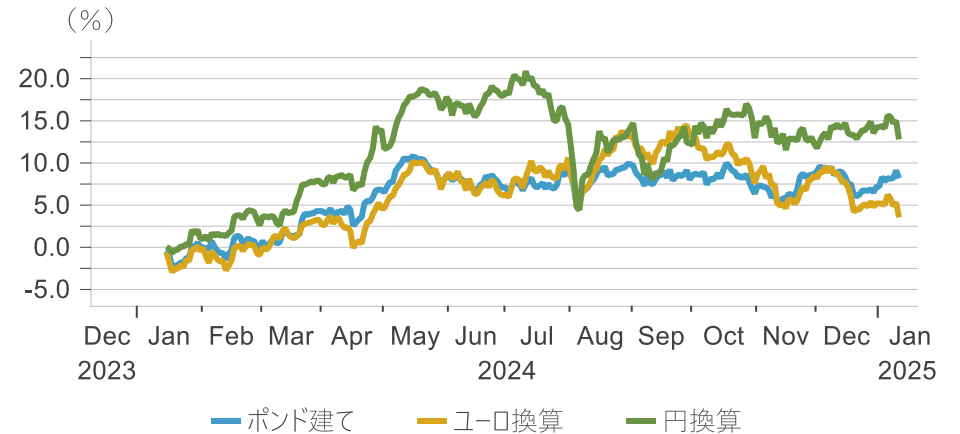


注：リスクリバーサルがプラスであればポンドの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ポンドの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

英国国債 (ギルツ) 利回り、政策金利

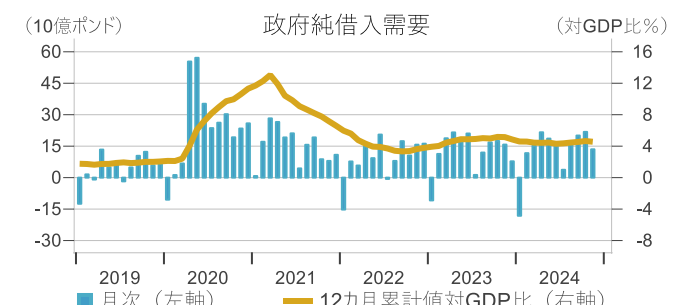
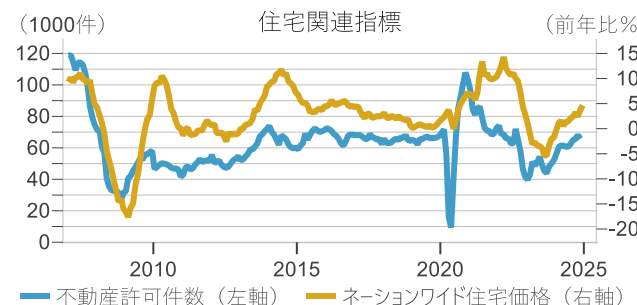
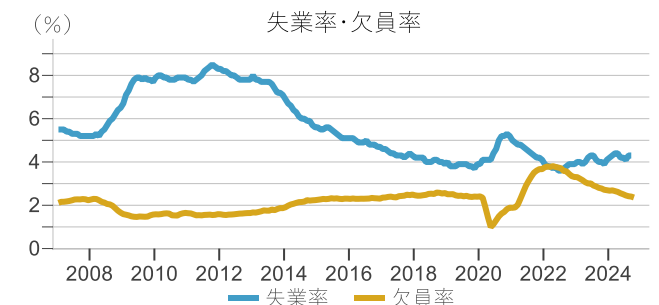
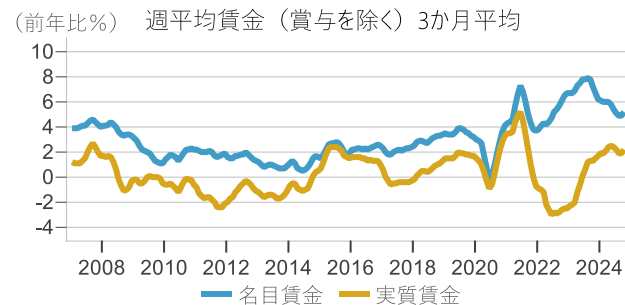
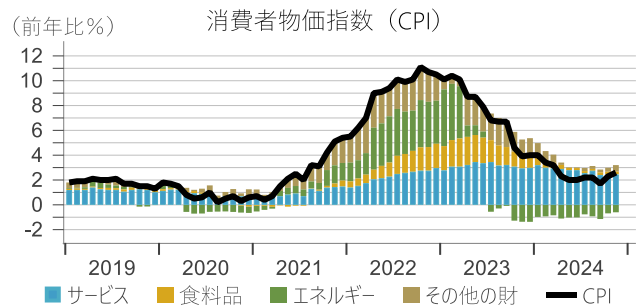
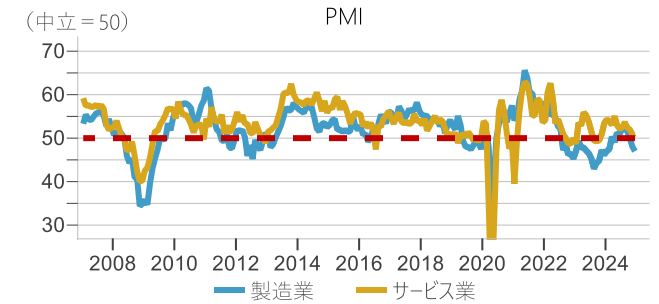
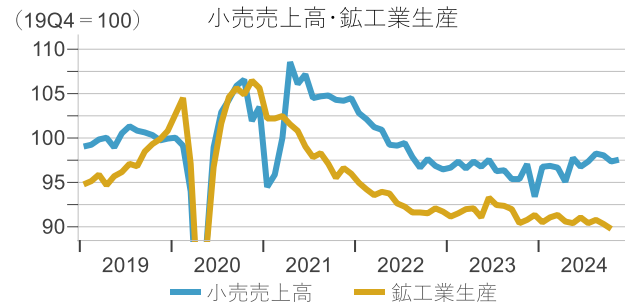
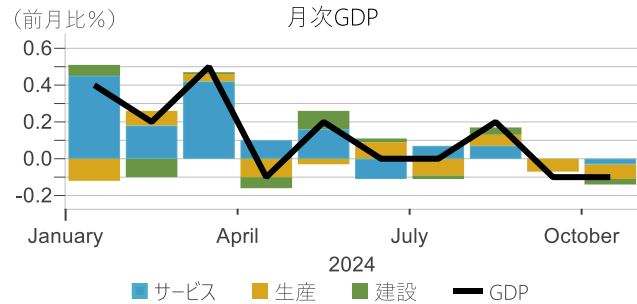


FTSE100種総合株価指数 年間騰落率



MACROBOND

英国 主要経済指標



(出所：英国家統計局、英財務省、イングランド銀行、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）



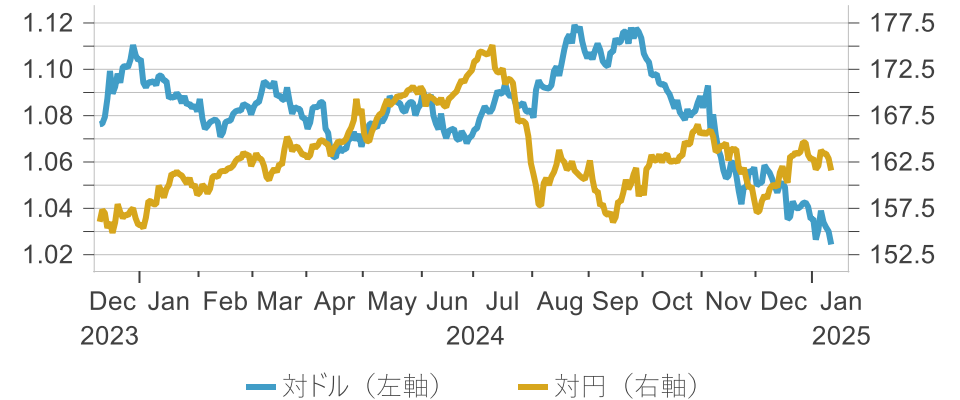
ユーロ対ポンド相場（EURGBP）



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
(EURUSD)

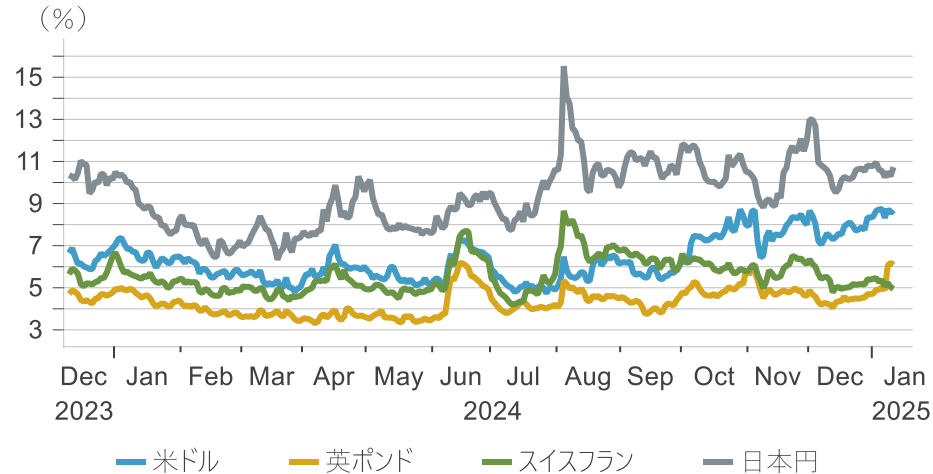


— 対ドル（左軸） — 対円（右軸）

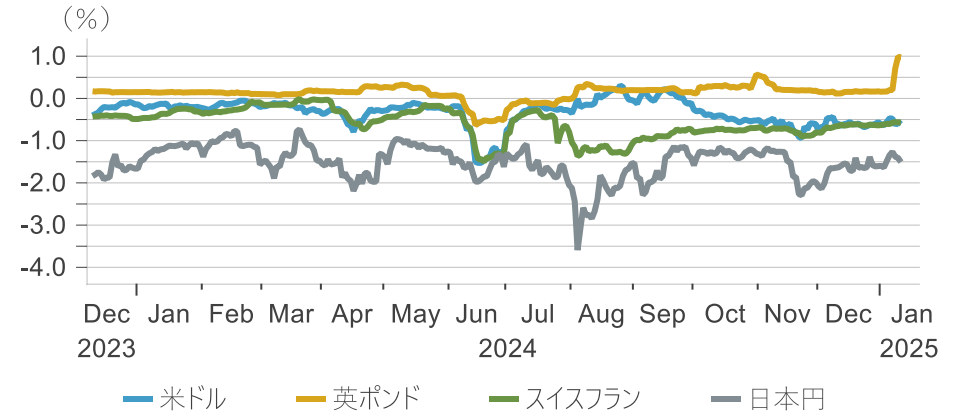
MACROBOND

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)

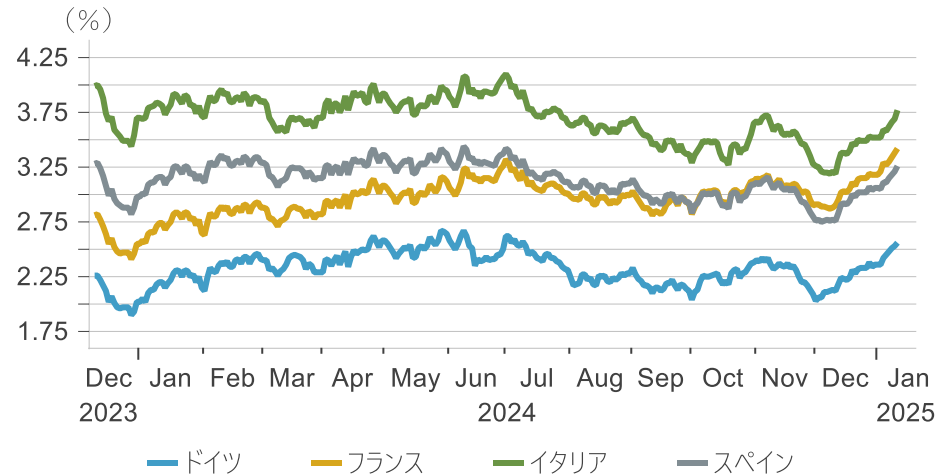


ユーロ リスクリバーサル (1か月)

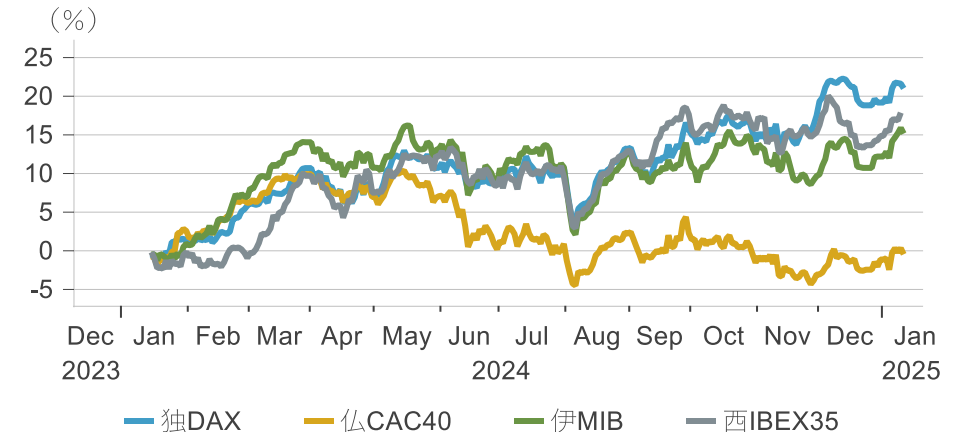


注：リスクリバーサルがプラスであればユーロの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ユーロの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

ユーロ圏主要国 10年国債利回り

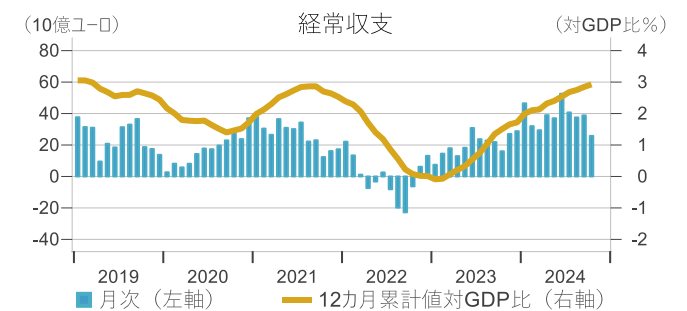
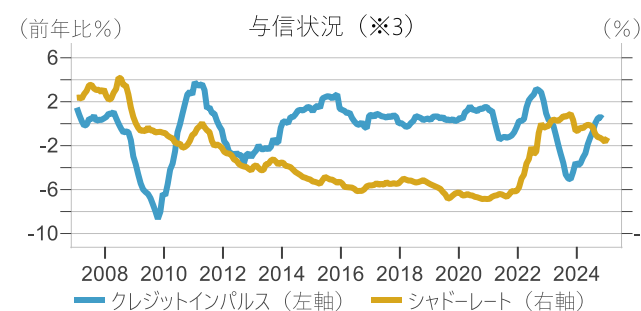
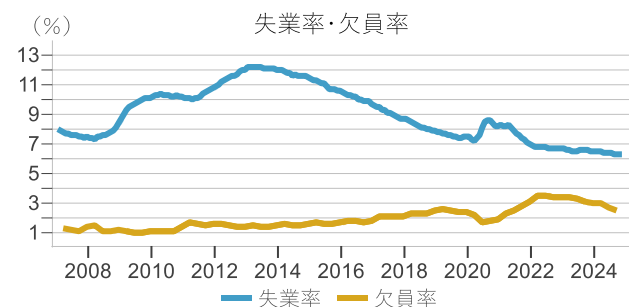
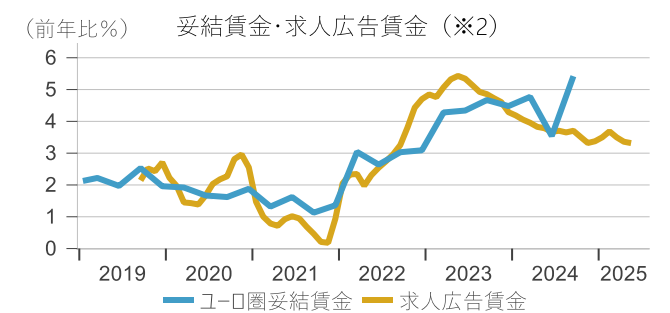
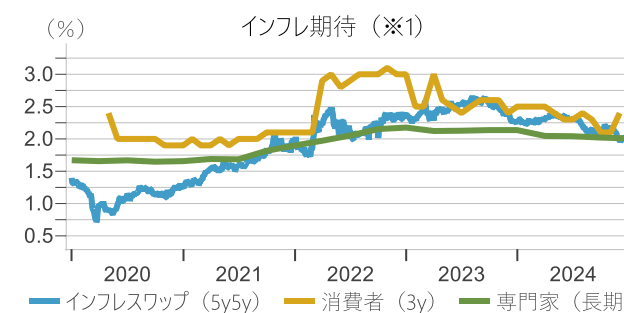
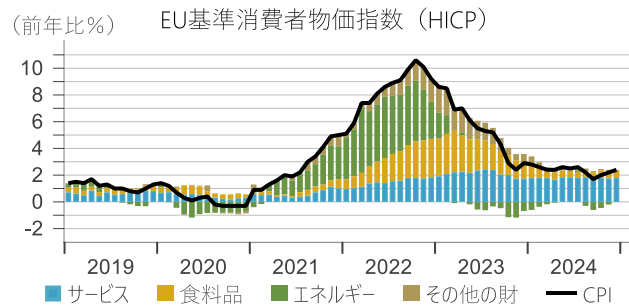
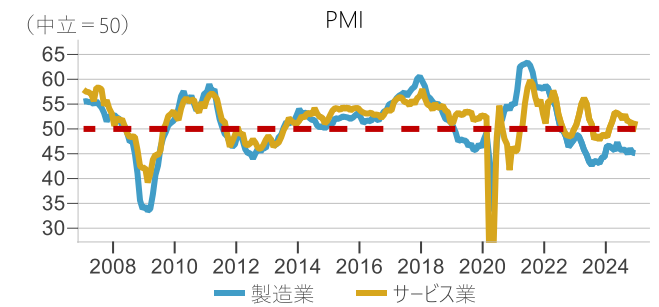
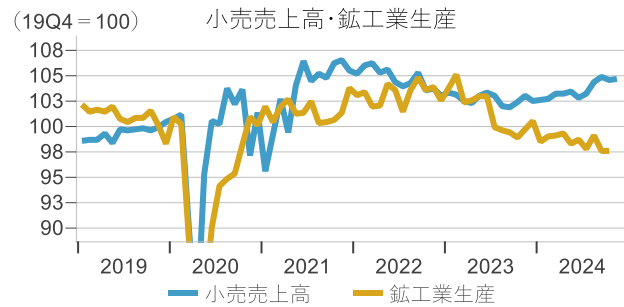
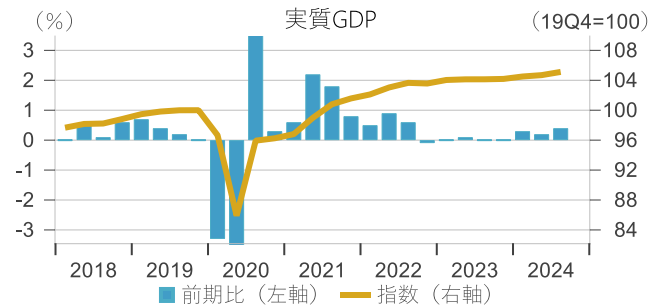


ユーロ圏主要国 株価指数 年間騰落率



MACROBOND

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)、Indeed、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

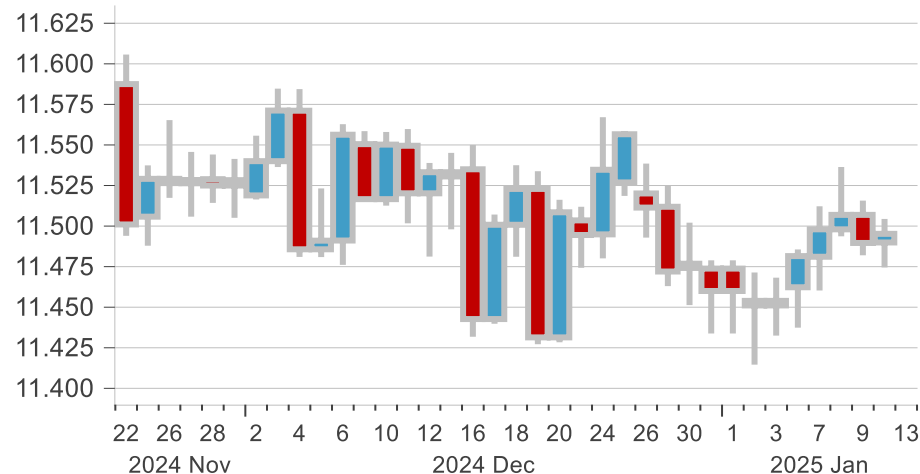
スイスフラン対ユーロ相場 (EURCHF)



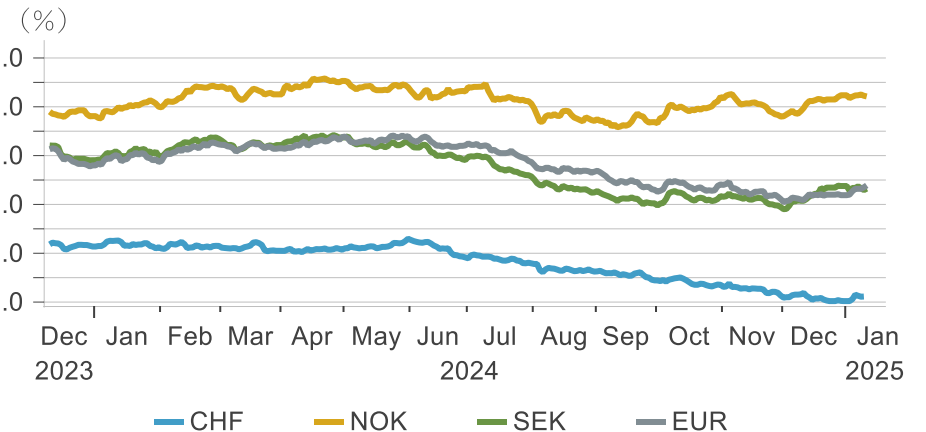
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



スウェーデンクローナ対ユーロ相場 (EURSEK)



2年スワップ金利



MACROBOND

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 this 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. For the avoidance of doubt, Mizuho Bank, Ltd will not provide securities related business, this would be offered by the appropriate entity within Mizuho Securities Co., Ltd. You should ask questions and make inquiries on products and services provided by any Mizuho Group Securities Company directly to the party providing those services.

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. Any interest rate for the transactions contemplated in this Presentation (the "Financing") will be determined by reference to an interest rate benchmark. You should be aware of statements made by the UK's Financial Conduct Authority and other international regulators, suggesting that the London Interbank Offered Rate ("LIBOR") and certain other interest rate benchmarks may cease to be published (or be subject to substantial changes or restrictions in use) over the course of the next few years and, in the case of LIBOR, by the end of 2021. In addition, such benchmark rates may cease to be customary for use in the applicable markets and/or may become inappropriate for use in the Financing. Therefore, amendments may be required to the Financing in the future if any such event occurs and you should consider the impact of any future changes to the interest rate under the Financing. Although Mizuho will endeavour to minimise any disruption arising from any such transition, Mizuho cannot give any assurances as to the continued publication or relevance to the Financing of LIBOR or any other benchmark rate or give any assurances as to the likely costs and expenses of any resulting transition. If you are in any doubt as to the impact of these reforms, you are encouraged to seek independent advice.

The interpretation of the Presentation shall, to the extent appropriate, be governed by English law and subject to the jurisdiction of the English courts.

Within the UK and Europe the email addresses of Mizuho staff indicates which entity they are employed by, e.g. (i) [name]@mizuhoemea.com or [name]@mhcbeurope.com would indicate Mizuho Bank, Ltd.; (ii) [name]@uk.mizuho-sc.com indicates Mizuho International plc; (iii) [name]@eu.mizuho-sc.com indicates Mizuho Securities Europe GmbH.

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.