

欧州G10通貨週報

2025年2月17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2024年10-12月期実質GDP成長率 は前期比+0.1%に(2月13日)	限定的なポンド高要因。 市場予想では前期比▲0.1%のマイナス成長が見込まれていた。ただし、家計消費の停滞(同+0%)や、総固定資本形成の落ち込み(同-0.9%)など内需の主要項目は弱い結果。
英国 経済	英国政府は10年債発行で過去最高となる130億ポンドを調達。(2月11日)	英国長期金利の低下要因。 英国債市場は、1月に世界的な金利上昇局面のさなかに急落し、2022年9月の「トラスショック」の再来を懸念する声すらあった。ブルームバーグによると需要は1400億ポンドを超えたとされ、英国債に対する極めて高い需要が示された。
英国 金融政策	イングランド銀行(BOE)のキャサリン・マン委員が自身が2月会合で大幅利下げを主張した理由を説明。(2月11日)	フィナンシャル・タイムズ紙のインタビューで、2月6日の会合で自身がタカ派からハト派にスタンスを変えた理由について聞かれ、弱い需要がインフレ抑制に寄与する可能性を指摘した。 マン氏はタカ派の論客として知られていたが、2月6日の会合では実際の利下げ幅の25bpを上回る50bpの利下げを主張。 ただし、政策金利の長期的均衡水準については、3%から3.50%のレンジの高めに見積もっていると発言し、同氏が完全にハト派寄りの見方に転換したわけではないことを印象づけた。(現在の政策金利は4.50%)

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
英国 外交	中国の王毅外相が訪英し、スターマー英首相と会談。 (2月13日)	1月中旬にはリーブス英財務相が訪問している。英中関係は、対中強硬路線にかじを切った保守党前政権の下で冷え込んだが、労働党のスターマー政権は中国との関係修復を通じ、英経済の再建を図る姿勢を鮮明に。
ユーロ圏 金融政策	欧州中央銀行(ECB)のエコノミストらは中立金利を1.75~2.25%とする推計結果を公表。(2月7日)	ラガルド総裁は1月下旬のダボス会議において、中立金利を「1.75~2.25%と見ている」と発言しており、それに沿った内容。ただし、ECBのレポートは、モデルを使った中立金利の推定の限界を強調しており、最終的な金利の到達点に関しては結局はその時の経済状況次第という面が大きいと見られる。
ユーロ圏 政治	ドイツ総選挙 が2月23日に控える。	選挙後は連立協議が焦点に。最終的には、極右政党を排除した無難な形での連立に落ち着くと見られ、市場での注目度は高くない。もっとも、焦点となっている債務ブレーキの修正を巡っては、小政党を含めた各党の議席獲得数が焦点に。 選挙後はCDU/CSUとSPDの連立が基本線も、そこに緑の党が加わるか否かで見方は分かれる。極右AfDがどこまで獲得議席を伸ばすかも注目点。また、債務ブレーキの見直しには議会の3分の2の議席が必要となり、小政党(BSW、FDP、Left)が5%の得票率の足切り水準をクリアし、議席を獲得するようであれば、見直しが困難となるリスクも。

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 政治	トランプ大統領はロシアのプーチン大統領と電話で会談したと発表し、 ロシアとウクライナの戦闘の終結に向けた交渉開始 で合意したと明らかに。(2月12日)	ゼレンスキー大統領は、2月14日のミュンヘン安全保障会議でのバンス副大統領との会談前に、トランプ氏が構想する和平案に参加する用意があるとし、ロシアとの直接協議に前向きな姿勢を示す。 米国、ロシア、ウクライナのそれぞれの思惑には隔たりが大きいと見られるが、市場はエネルギー価格下落など停戦後を見据えた動きとなっている。
ユーロ圏 政治	オーストリアで極右政党・自由党が主導する初の連立政権発足に向けた中道右派・国民党との交渉が決裂。(2月12日)	新たな選挙が行われる可能性が浮上。 自由党は、ナチスの元幹部が設立した党に起源を持つ。ドイツ第3帝国の一部を構成していたオーストリアで同党から首相が輩出される公算が強まったことは、欧州の政治史の重大な転機と見做されている。 自由党は反移民や欧州連合(EU)への懐疑的な姿勢を打ち出し第1党となった。移民受け入れに厳格な立場を取る国民党とは政策的に近い点があったが、治安や財政部門をどちらの党が率いるかで折り合えなかった。ただし、再選挙となった場合、自由党がさらに議席を伸ばすと見られている。
スウェーデン 経済	スウェーデンの1月コアCPIは前年同月比+2.2%と市場予想の同+1.6%を大きく上回る。(2月6日)	リクスバンクの利下げ停止への期待を高める結果に。3月にも利下げを開始すると見られるノルウェー中央銀行との対比が意識される形で、ノルウェークローネに対しスウェーデンクローナが上昇。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「トルコから見ても安くなった日本」

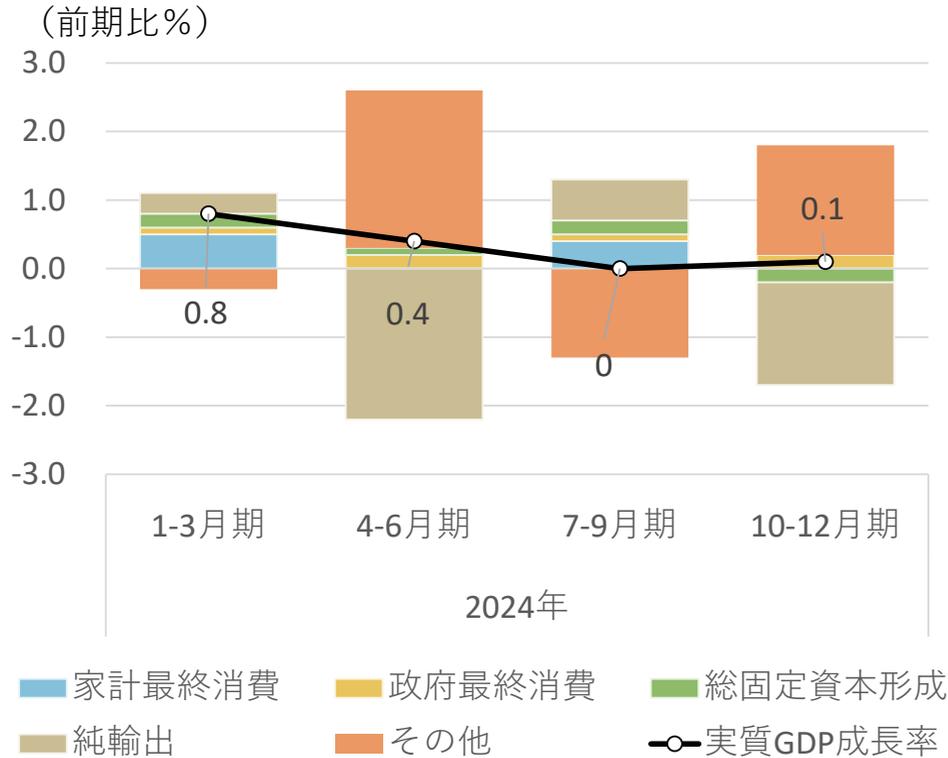
先々週はトルコに出張に行ってきました。イスタンブール、イズミル、アンカラとまわりましたが、驚いたのは物価の高さです。イスタンブールでは普通のレストランで食べても円換算で10,000円は軽くします。10年前、1年半前に来た時とは様変わりしていました。日本人から見て「高い」レストランがどこも人でいっぱいなので、観光客で賑わっているのかと思いきや、多くが地元のトルコ人とのことです。トルコ人の平均給与はまだ低いものの、経済の拡大が続く中で、上位中間層ないし富裕層が着実に増えていることを感じました。面談した日系企業では、トルコ人のローカルスタッフが日本に出張に行ったところ、あまりの物価の安さに驚き、大量にお土産を購入して帰ってきた、という話を伺いました。

トルコ・特にイスタンブールでの物価が日本人である私から見て驚くような高さとなっている背景には、(1)トルコ国内でのインフレ率の高さ（特に輸入品は高い）、(2)円安、に加え、(3)トルコリラの米ドルに対する下落率が緩やかになってきていること、の3つが挙げられます。3に関しては、2023年5月の大統領・議会選挙以降、エルドアン大統領が金融・財政政策の司令塔を入れ替え、高金利政策・財政規律重視に大きく転換したことが要因に挙げられます。かつてエルドアン氏は「インフレ抑制には利下げが必要」と発言し市場を驚かせましたが、2023年5月の大統領選での苦戦後は君子尺変し、高金利によるインフレ抑制を容認する姿勢に転じています。トルコ中銀は2023年6月以降、政策金利である1週間物レポレート¹を8.5%から最大50%に引き上げ（12月、1月会合で利下げし45%まで低下）、現在は政策金利がインフレ率を上回るプラスの実質政策金利の状況になっています。こうした政策の変化に敏感な海外投資家はトルコ国債の大量購入に動き、同じく金利・インフレ動向に敏感なトルコ人も外貨・金からトルコリラに貯蓄をシフトさせていることがリラの安定化の背景にあります。1年半前に訪問しているにも関わらず、私もなんとなく「トルコ＝通貨が不安定で物価が安い国」というイメージを持っていたのですが、今回の訪問で完全に印象が変わりました。新興国の変化のスピードはやはりすさまじいものがあります（悪化するときも早いのですが、）。

もちろん、物価が高いということは負の側面もあります。ロンドンやパリと比較してもイスタンブールではそれほど物価に割安感を感じなかったため、今後、トルコへの対内直接投資や観光業にマイナスの影響を与えないか、という点は気になります。ギリシャやエジプトといった、もっと物価ないし賃金が安い国に、投資や観光客が流れないかは注意して見るべき点かとは思いますが、

英国 2024年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%に（2月13日）

英国 実質GDP成長率（前期比%）



（出所：英国家統計局、ブルームバーグ、みずほ）

英国 実質GDP成長率（前期比%） 内訳

		（前期比%）				
		構成比 （%）	24 Q1	24 Q2	24 Q3	24 Q4
実質GDP成長率		100	+0.8	+0.4	0	+0.1
需 要 項 目 別	家計最終消費	60	+0.8	0	+0.6	0
	政府最終消費	21	+0.3	+0.8	+0.3	+0.8
	総固定資本形成	17	+0.9	+0.7	+1	▲0.9
	輸出	29	+0.1	▲1.2	▲0.8	▲2.5
	輸入	30	▲0.8	+5.6	▲2.5	+2.1
産 業 別	農林水産業	1	▲0.2	+0.6	+0.8	+0.6
	鉱工業	12	▲0.2	▲0.5	▲0.3	▲0.8
	製造業	9	+0.5	▲0.8	+0.1	▲0.7
	建設業	6	▲0.2	+0.2	+0.4	+0.5
	サービス業	81	+1	+0.6	0	+0.2
	卸売・小売	10	+0.6	▲0.1	+0.5	▲0.3
	輸送・倉庫	3	+3.8	+1.8	▲1.2	▲0.3
	宿泊・フードサービス	3	+0.5	+0.5	+0.1	+0.4
	情報通信	6	+0.4	+2.8	▲0.3	+0.2
	金融・保険業	9	+0.9	▲0.5	▲0.7	+0.5
	不動産業	13	+0.3	+0.1	0	+0.3
	企業向けサービス	14	+1.7	+1.2	+0.5	0
公的サービス・教育・福祉	20	+1	+0.6	+0.4	+0.3	

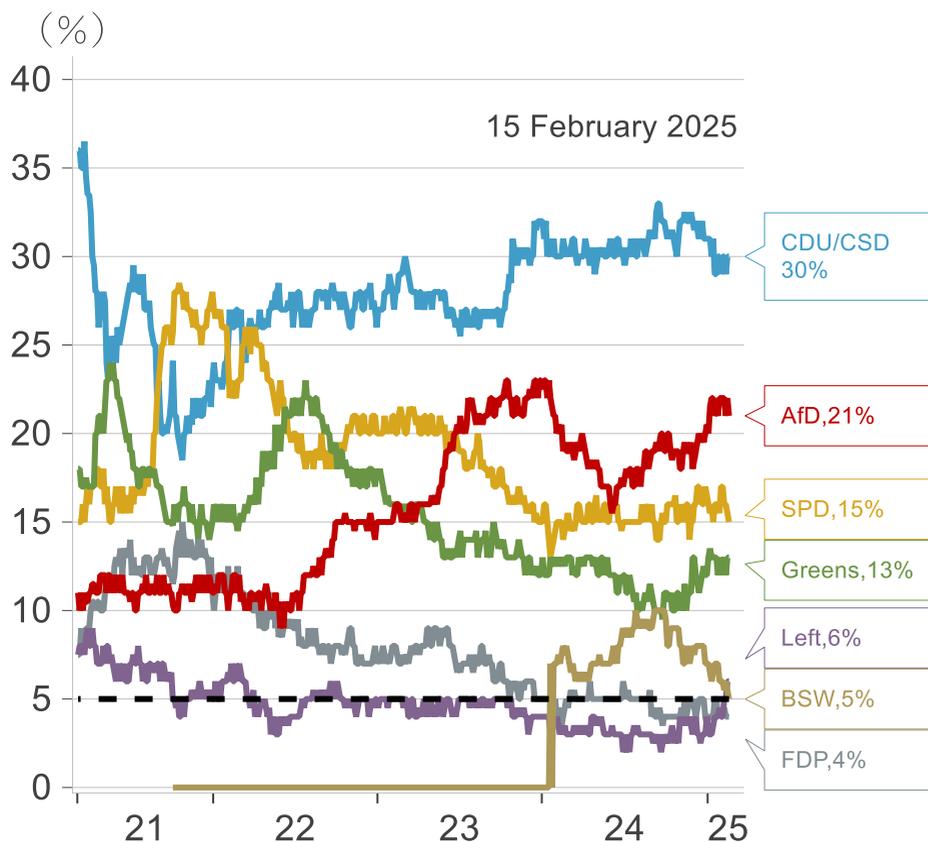
注：構成比は2024年の名目GDP、もしくは総付加価値（GVA）生産額で算出。

（出所：英国家統計局、ブルームバーグ、みずほ）

市場予想では前期比▲0.1%のマイナス成長が見込まれていた。ただし、家計消費の停滞（同+0%）や、総固定資本形成の落ち込み（同-0.9%）など内需の主要項目は弱い結果。

ドイツ総選挙（2025年2月23日）は連立交渉が焦点に

ドイツ 政党支持率



注：議席を獲得するには5%の得票率が必要となる。
(出所：INSA、マクロポンド、みずほ)

ドイツ政党

キリスト教民主同盟（CDU/CSU）

・伝統的に厳格な財政規律を含む保守的な政策を重視も、債務ブレーキの運営の柔軟化には前向き。不法移民の取り締まり強化も目指している。

ドイツのための選択肢（AfD）

・極右政党のAfDは、ユーロ圏からの離脱や気候変動対策ルールの撤廃、ロシアとの経済関係再開を訴えている。債務ブレーキは維持を主張。

社会民主党（SPD）

・シュolz現首相のSPDは中道左派。一般的に市場重視の政策を追求しているが、社会福祉と労働者の権利保護にも重点を置いている。より機動的な財政支出を主張し連立を組んでいたFDPと決裂。

緑の党（Greens）

・気候変動対策に軸足を置いている。債務ブレーキの修正には前向き。

（以下、3党は全て債務ブレーキの修正に反対している）

左派党（Left）

・旧東ドイツ政権与党の流れを汲む社会主義政党。

ザーラ・ワーゲンクネヒト同盟（BSW）

・極左政党のBSWは、ロシアとの関係再構築、移民の受け入れ制限を主張している。

自由民主党（FDP）

・企業よりで、ICE（内燃機関）車の走行をより長く認めることを含め大幅な規制緩和を目指している。財政ルールの堅持を強く主張。

選挙後はCDU/CSUとSPDの連立が基本線も、そこに緑の党が加わるか否かで見方は分かれる。極右AfDがどこまで獲得議席を伸ばすかも注目点。また、債務ブレーキの見直しには議会の3分の2の議席が必要となり、小政党（BSW、FDP、Left）が5%の得票率の足切り水準をクリアし、議席を獲得するようであれば、見直しが困難となるリスクも。

ドイツ政治：各党公約

	CDU/CSU (年間財政規模：GDP比約2.1%)	SPD (年間財政規模：同約0.7%)	緑の党 (年間財政規模：同約1.1%)	AfD (年間財政規模：同約3.5%)
経済	<ul style="list-style-type: none"> 法人税率を最大25%まで引き下げ 所得税率の引き下げ 残業手当非課税 年金受給者の給与を月2,000ユーロまで非課税に 連帯課徴金廃止 	<ul style="list-style-type: none"> 「Made in Germany」基金により設備投資に対する10%の税額控除 1,000億ユーロ(GDP比約2.4%)の「ドイツ基金」によりインフラ投資促進 所得税引き下げ（富裕層には増税）。最低賃金を15ユーロに引き上げ 	<ul style="list-style-type: none"> 「ドイツ基金」によりインフラ投資促進。投資額の10%の投資奨励金支給 官僚主義的事務手続きの削減 Deutschlandticket（公共交通機関運賃割引券）を月49ユーロで継続 最低賃金を15ユーロに引き上げ 	<ul style="list-style-type: none"> 所得税・法人税減税、連帯課徴金の廃止 行政手続き負担削減 インフラ投資促進 ユーロ離脱とドイツマルクの復活 高齢者の労働市場参加促進
財政	<ul style="list-style-type: none"> 低所得者・失業者向け支援廃止等で財源確保。債務ブレーキは維持 	<ul style="list-style-type: none"> 債務ブレーキ修正 	<ul style="list-style-type: none"> 債務ブレーキ修正 	<ul style="list-style-type: none"> 債務ブレーキ維持
移民	<ul style="list-style-type: none"> 移民の厳格管理 シリア・アフガニスタンへの強制送還を可能に 保護が必要な移民の家族呼び寄せ認めず 	<ul style="list-style-type: none"> 移民・難民の統合促進 亡命手続きの簡素化。保護が必要な移民の家族呼び寄せ許容 専門人材移民法の改正により受け入れ迅速化 	<ul style="list-style-type: none"> 受け入れ手続き簡素化により専門技術を有する移民受け入れ促進 労働移民と難民は根本的に区別される必要も、同時に柔軟な受け入れを提唱 	<ul style="list-style-type: none"> 不法移民の排除、移民法の強化 難民の送還プロセスを加速
安保・外交	<ul style="list-style-type: none"> 防衛費増額、徴兵制再導入 中国への投資は大きなリスク。政府は対中投資で生じた損失に対して財政的な支援はせず 	<ul style="list-style-type: none"> 防衛費対GDP比2%を実現 ドイツ初の対中戦略実施を支持し、調整の取れた欧州の対中政策に取り組む 	<ul style="list-style-type: none"> GDP比2%を上回る防衛費を実現 ドイツ初の対中戦略実施を支持し、一段と発展させる 	<ul style="list-style-type: none"> EUからの離脱（Dexit）検討 防衛予算増額、国内外の安全保障体制の再構築 ロシアとの関係正常化を模索
エネルギー	<ul style="list-style-type: none"> 電力料金引き下げ。再エネ拡大 電力網使用料削減 	<ul style="list-style-type: none"> 電力網使用料を引き下げ、1kwhあたり3セントに上限設定 	<ul style="list-style-type: none"> 2030年までに再エネ比率を80%に。エネルギー自給率を高め価格抑制 電力減税、電力網使用料の補助 	<ul style="list-style-type: none"> 電力税減税 原子力発電所の再稼働、石炭火力発電所の稼働延長 ノルドストリーム再稼働 再生可能エネルギーの優先順位を低下

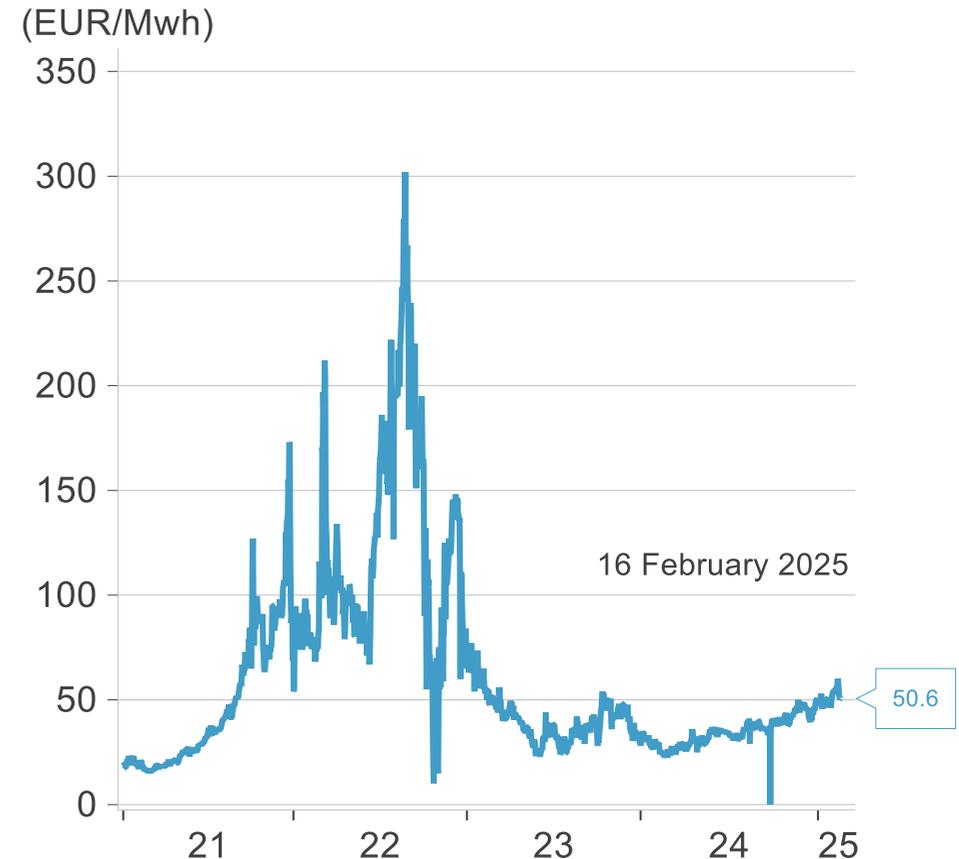
(出所) IW、各種報道、各党HPより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ウクライナ停戦協議開始に向けた機運が（唐突に）高まる

直近の動き

- 1) トランプ大統領はロシアのプーチン大統領と電話で会談したと発表し、ロシアとウクライナの戦闘の終結に向けて、交渉を始めることで合意したと明らかに。（2月12日）
 - ゼレンスキー大統領は13日、記者団に対しトランプ大統領が自身より先にロシアのプーチン大統領と会談したことについて「不快だ」と述べる。
 - 会談に先立ち、11日にはロシアで拘束されていた米国人教師マーク・フォーゲル氏が解放される。
- 2) ハグセス米国防長官はNATO本部で開かれた防衛相の会議で、前バイデン政権の政策からの転換を鮮明に。（2月12日）
 - 「南部クリミア半島をロシアに一方的に併合された2014年以前の領土の状態に戻すことは「非現実的」で「幻想的」な目標だ」
 - 「ウクライナのNATO加盟は現実的ではない」
 - 「欧州および欧州以外の軍隊によって（ウクライナの安全が）担保されなければならない」「軍の配備はNATOの任務とせず、NATOの集団防衛の規定の適用対象とすべきではない」
 - 「いかなる安全保障の取り組みにおいても、ウクライナに米軍を配備することはしない」
 - 「NATO加盟国が目標とするGDP比2%の国防費支出は、5%に引き上げるべき」
- 3) ゼレンスキー大統領は、トランプ氏が構想する和平案に参加する用意があるとし、ロシアとの直接協議に前向きな姿勢を示す。（2月14日）
 - ミュンヘン安全保障会議でのバンス米副大統領との会談前に発言。
 - バンス氏はゼレンスキー氏との会談後、停戦は持続的なものでなければならぬと発言。

天然ガス（オランダTTF）の動き



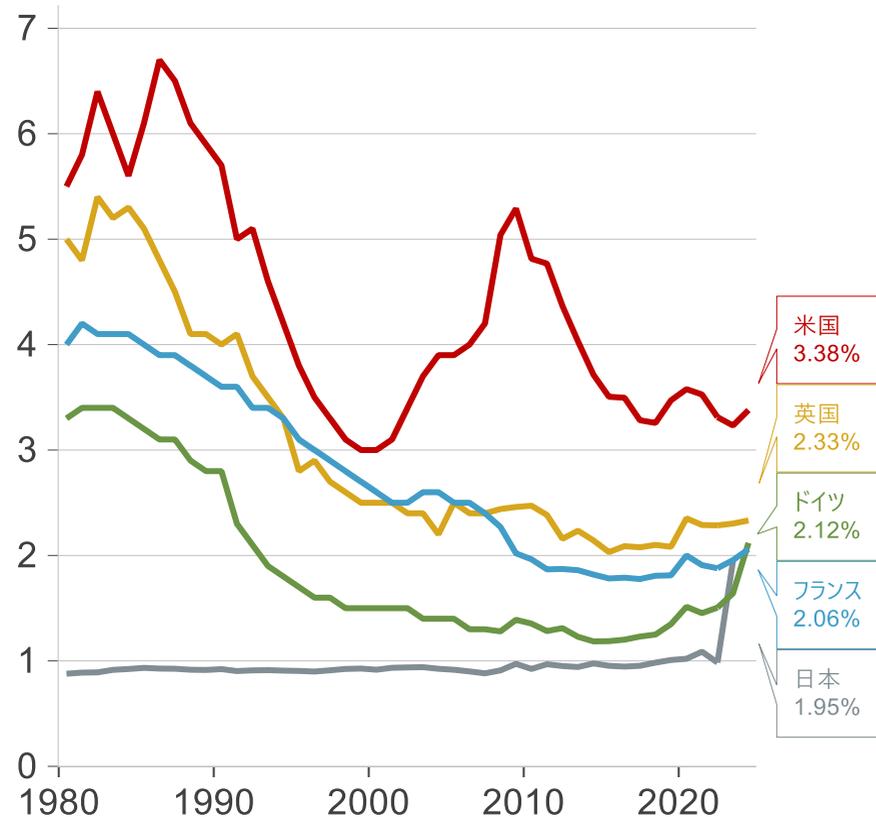
(出所：マクロポンド、みずほ)

米国、ロシア、ウクライナのそれぞれの思惑には隔たりが大きいと見られるが、市場はエネルギー価格下落など停戦後を見据えた動きとなっている。

国防費支出の対GDP比5%は現状の水準に比べて極めて高い水準

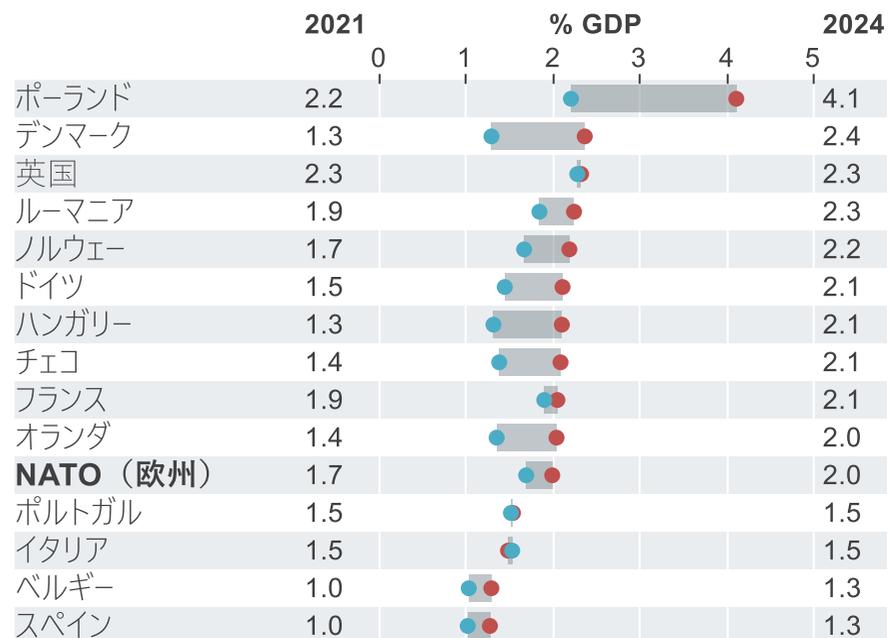
主要国防衛費推移

(GDP比%)



(出所：NATO、財務省、マクロボンド、みずほ)

欧州主要国 防衛費対GDP比率 (%)



● 2021 ● 2024

(出所：NATO、マクロボンド、みずほ)

ロシアによるウクライナ侵略開始以降、欧州主要国は防衛費を増額しており、第一次政権当時、トランプ氏が求めていた対GDP比2.0%の水準はクリアしている。しかし、トランプ氏が主張している対GDP比5%は、現状の各国の防衛費の水準と比較して極めて高い水準となる。

欧州G10通貨中期見通し（2025年1月31日時点）

	Spot	2025 Mar	Jun	Sep	Dec	2026 Mar
対ドル						
EUR/USD	1.04	1.04	1.03	1.01	0.98	1.00
GBP/USD	1.24	1.23	1.22	1.21	1.20	1.22
USD/CHF	0.91	0.90	0.90	0.91	0.93	0.90
USD/NOK	11.3	11.3	11.3	11.4	11.6	11.3
USD/SEK	11.0	11.1	11.3	11.4	11.6	11.3
対ユーロ						
EUR/GBP	0.84	0.85	0.84	0.83	0.82	0.82
EUR/CHF	0.95	0.94	0.93	0.92	0.91	0.90
EUR/NOK	11.77	11.7	11.6	11.5	11.4	11.3
EUR/SEK	11.48	11.5	11.6	11.5	11.4	11.3
対円						
EUR/JPY	160.7	160	158	159	157	160
GBP/JPY	192.0	189	187	190	192	195
CHF/JPY	169.8	170	169	172	172	178
NOK/JPY	13.7	13.7	13.6	13.8	13.8	14.2
SEK/JPY	14.0	13.9	13.6	13.8	13.8	14.2
USD/JPY	154.4	154	153	157	160	160

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」（2025年1月31日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2025年1月31日時点

英ポンド

景気・財政懸念から波乱の年明けに

・年明け後1月の英ポンドは乱高下。とりわけ第2週から第3週にかけては、対ドルで最大4%弱の大幅な下落となった。きっかけは英国債の急落（債券利回りの急上昇）である。1月7日には英30年国債の利回りが1998年以来の高水準に達した他、1月8日には10年債も4.8%に達し、2008年8月以来の高水準となった。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。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。第3週から第4週にかけて英国市場は落ち着きを取り戻したものの、景気・財政への先行き不透明感は払拭されていない。

BOEは2月6日に金融政策決定会合を控える。BOEはこの会合で、政策金利を25bp引き下げ4.5%とすると見られる。改定後の経済見通しでは、成長予測が下方修正される可能性が高い。BOEが3か月に一回ごとの利下げペースを加速させる可能性は低いと見られるものの、米FRBが利下げを当面停止する可能性が高まりつつあるなかで、対ドルでの英ポンドの下落圧力が目先は継続する公算が強まっている。

なお、英ポンドは対ユーロでも1月は上述の景気・財政懸念から反落した。2024年を通じて、英ポンドはは英国の相対的な景気の堅調さ、政治情勢の安定、ECBに対し利下げに相対的に慎重なBOEといった構図を背景に対ユーロで堅調な展開となったが、このような英国のユーロ圏に対する相対的優位は揺らぎつつある。ユーロ圏の経済低迷・政治情勢の混乱を考慮すれば、トレンドが完全に反転するとは見込みにくい、2024年のような英ポンドの対ユーロでの上昇が継続する可能性は低だろう。

ユーロ

ユーロドル相場のパリティ割れが引き続きメインシナリオ

・1月のユーロ相場は安値更新後、反転した。第二次トランプ政権の挙動に振られながら上下動を強いられているユーロ相場だが、基本的に逆風は強い。要のドイツ経済は2年連続のマイナス成長を経た2025年もゼロ成長にとどまる見通しであり、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。こうした欧米景気格差はそのまま欧米金利差に直結する公算であり、ユーロドル相場のパリティ割れを引き続きメインシナリオと見込みたい。現状、ECBは年4回の利下げを経て中立金利付近まで到達する展開が織り込まれているが、果たして利下げはそれで十分なのだろうか。ダボス会議でラガルドECB総裁は大幅利下げを阻む論点としてユーロ相場の変動に言及していた。利下げに伴うユーロ安でインフレが輸入される展開を懸念して利上げに躊躇しているとすれば、域内経済への下押し圧力は一段と強まる恐れもある。欧州委員会調査などを踏まえる限り、現在のユーロ圏で問題となっているのはもはや「需要不足」であり、それに応じて必要とされるのはまとまった幅の利下げである。下がらない物価と振るわない景気というスタグフレーションの様相が強まっている。

注：ユーロの見通しの概要は「中期為替相場見通し」（2025年1月31日発行）より抜粋。

スイスフラン

スイス国立銀行の12月会合での大幅利下げとマイナス金利導入観測の影響が継続

- 1月のフラン相場は対ユーロで約0.5%下落。小幅ではあるが、対ユーロでの下落は12月に続き2か月連続となった。フランは2024年年間を通して上昇基調にあったが、昨年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ている。同会合で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%に引き下げたうえで、フランに対する投機を抑制するために必要であればマイナス金利政策を再検討するとの警告を改めて表明した。
- SNBがフラン高への再転換に対する警戒姿勢を示しているのは、同国の主力輸出品の1つである高級腕時計の需要鈍化が懸念されるなかで、フラン高が同国の輸出のさらなる逆風になるリスクを意識していることが背景にある。
- もっとも、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需給構造は変わらないためだ。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は3月利下げ開始との見方を維持

- 1月のクローネ相場は対ユーロで約0.3%上昇。ノルウェー中央銀行は1月23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、今年3月には金融緩和に着手する可能性が高いとする見通しを維持した。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

リクスバンクは政策金利を当面2.25%で据え置く考えを示す

- 1月のクローナ相場は対ユーロで0.3%下落。スウェーデン国立銀行(リクスバンク)は1月29日に市場予想通り25bpの利下げを決定したうえで、当面、政策金利を2.25%で据え置く考えを示した。2024年は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が、リクスバンクの利下げ打ち止め宣言によってこの流れは停止する可能性が強まりつつある。もっとも、市場ではリクスバンクの追加利下げがなお織り込まれた状況にあり、インフレ率や景気(特に不動産市場)の動向を見極める必要があるだろう。

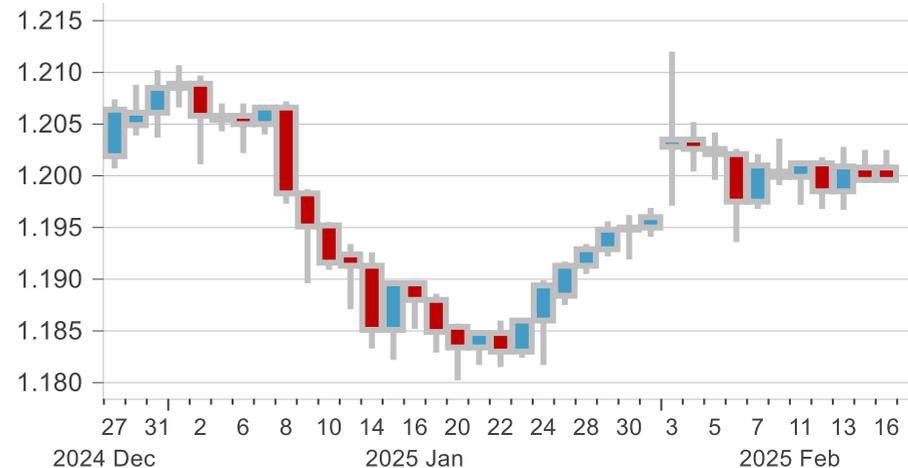
マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

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



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

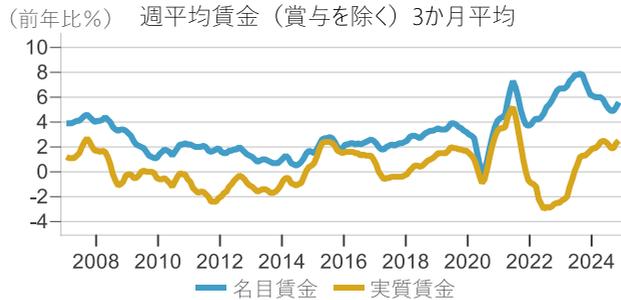
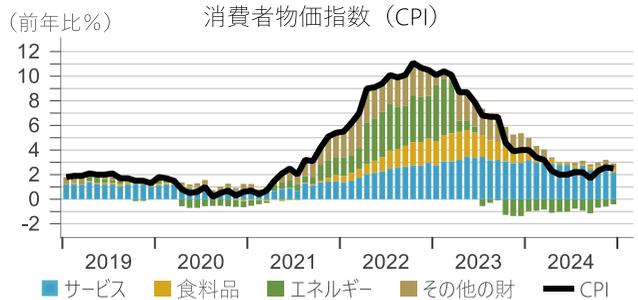
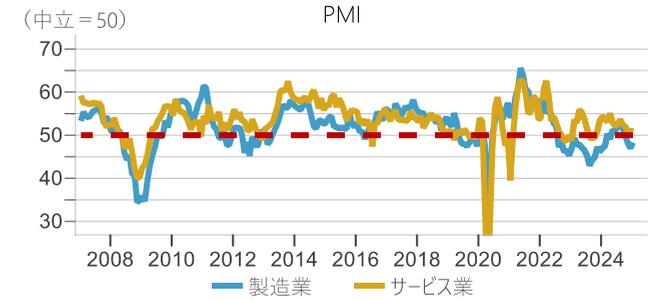


FTSE100種総合株価指数 年間騰落率



MACROBOND

英国 主要経済指標



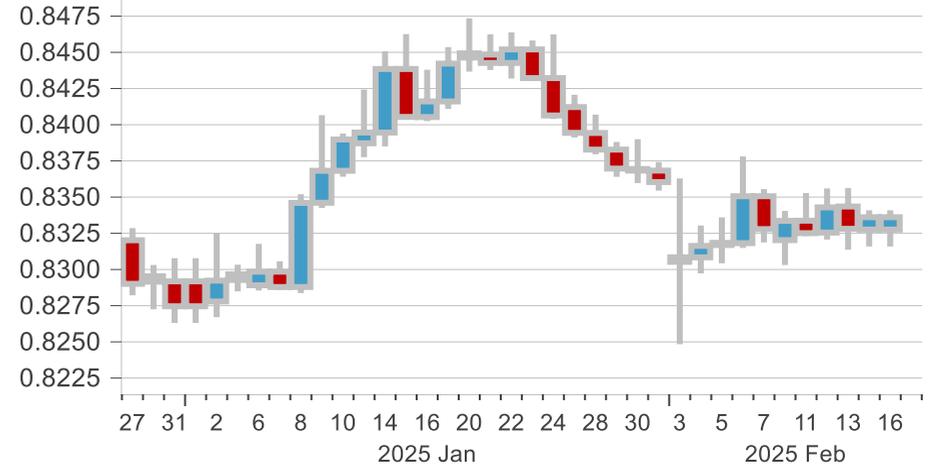
(出所：英国家統計局、英財務省、イングランド銀行、マクロポンド、みずほ)

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



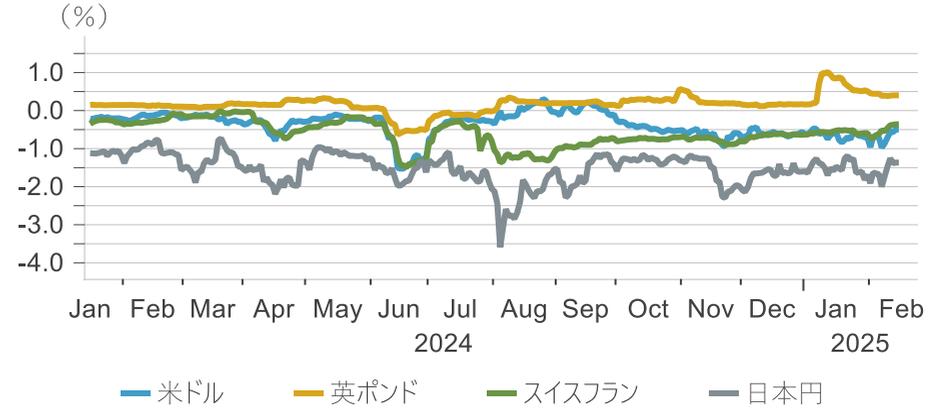
MACROBOND

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)

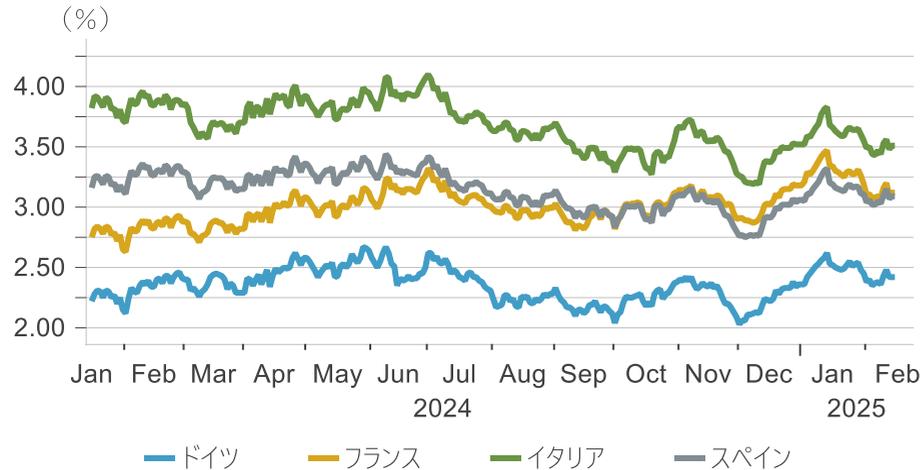


ユーロ リスクリバーサル (1か月)

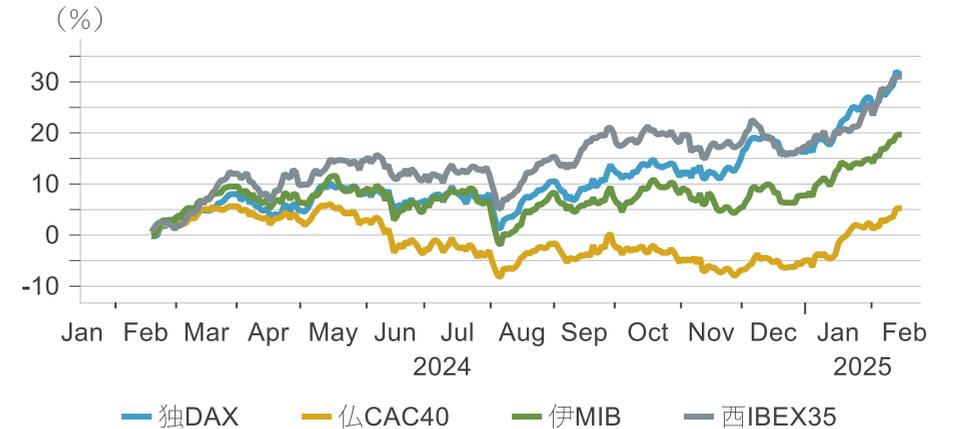


注：リスクリバーサルがプラスであればユーロの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ユーロの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

ユーロ圏主要国 10年国債利回り

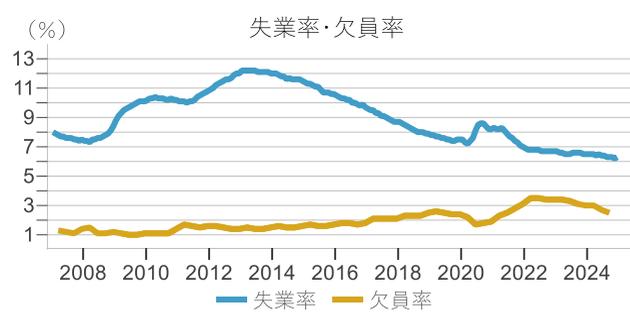
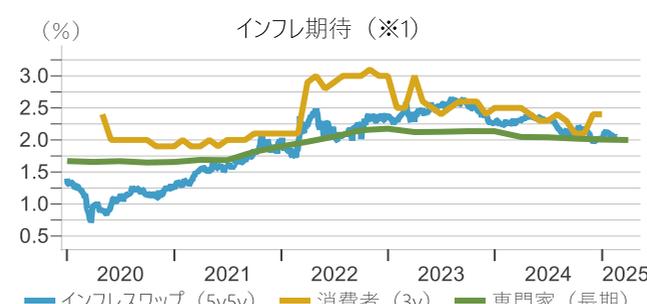
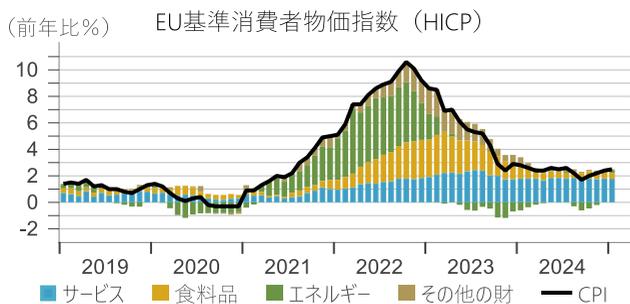
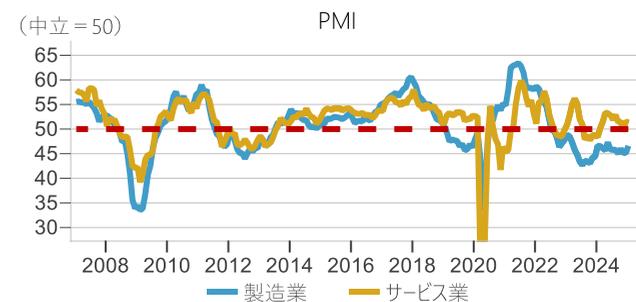
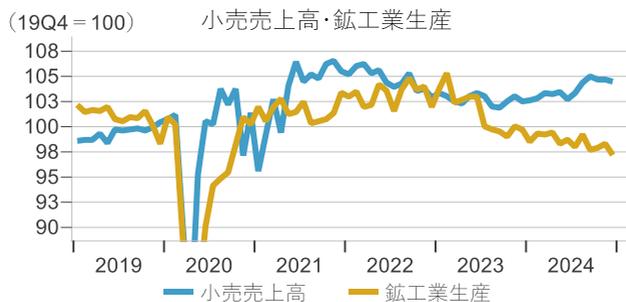


ユーロ圏主要国 株価指数 年間騰落率



MACROBOND

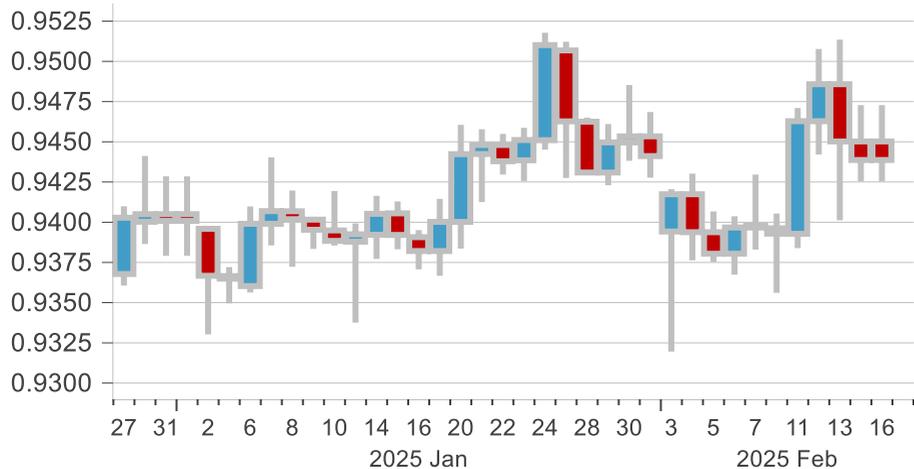
ユーロ圏 主要経済指標



※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

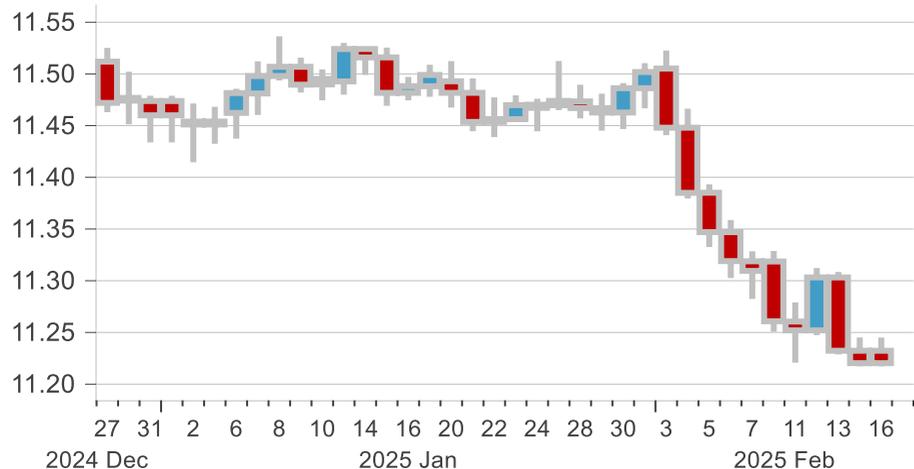
スイスフラン対ユーロ相場 (EURCHF)



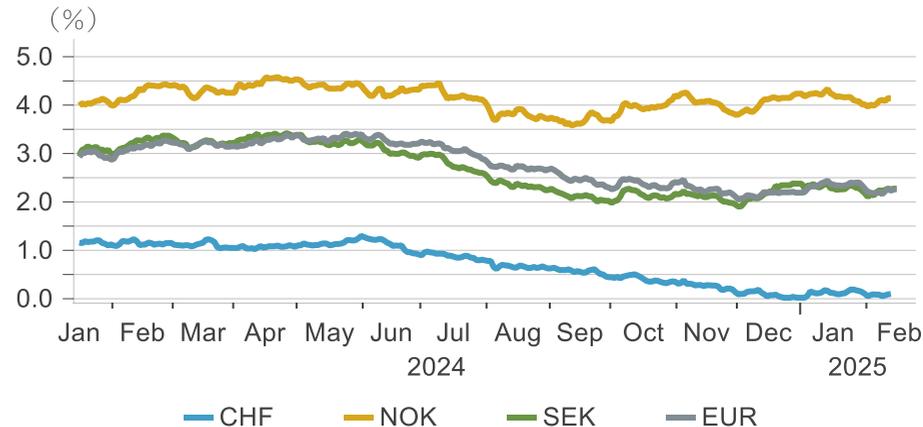
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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]@mhceurope.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.