

欧州G10通貨週報

2025年5月26日

みずほ銀行欧州資金部
シニアストラテジスト
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
EU 外交	トランプ大統領は、 EUからの全輸入品に対して50%の関税 を課すと発表(5月23日)	トランプ大統領は、EUとの貿易交渉が停滞していることを理由に、EUからの全輸入品に対して50%の関税を課すと発表。関税は6月1日から適用される予定であり、企業が生産拠点を米国内に移転すれば回避できると主張している。EUは、かねてより米国との交渉が決裂した場合に備えて1,080億ドル相当の報復関税を準備しており、貿易戦争の激化が懸念される。
英国 経済	英国とEUが関係再構築に向けた包括的な新協定 に合意。(5月19日)	経済・安全保障・若者交流など多岐にわたる分野での協力を強化し、両者の関係を「リセット」することを目的としている。野党の保守党や、リフォームUKは、漁業分野でのEU漁船の英海域へのアクセスを2038年までの延長や、食料やエネルギーにおいてEUの規制を一部受け入れることになることに対し、主権を売り渡すものとして批判している。
英国 経済	5月のユーロ圏のPMI速報値 はサービス業の景況感悪化が鮮明に。一方、 英国の5月PMI速報値 は製造業、サービス業ともに小幅改善。(5月22日)	これまでユーロ圏では、製造業が苦境に陥る一方で、賃金の伸びやインフレの鈍化を背景にサービス業は比較的堅調と見られてきた。主に国内の需要の弱さからくるものと見られており、ECBの利下げ継続をサポートする内容。

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 経済	英国の4月CPI は前年比+3.5%と3月の同+2.6%から加速。(5月21日)	2024年10月に発表された雇用者が負担する従業員の国民保険料負担の増加や、最低賃金の引き上げを受けて、2025年4月に企業が人件費の増加分の一部を消費者に転嫁する動きが拡大したものと見られる。また、電気・ガスといった公共料金の値上げも全体のCPIの伸びを加速させる要因に。イングランド銀行の利下げ期待は縮小。
英国 経済	英国への2024年の入国者数 は29%減の94万8000人に。(5月22日)	新たに入国した移民の人数から出国者を引いた「純移民」は前年比50%減の43万1000人に。技能労働者ビザの年収要件の引き上げや、介護職での就労ビザにおける扶養家族の同伴禁止など2024年のビザ制度厳格化が影響した。スターマー政権は反移民を掲げる「リフォームUK」の台頭を意識する形で、さらなる移民受け入れ制度の厳格化を進める方針を5月12日に示している。
英国 経済	英国の4月小売売上高 は前月比+1.2%増。4か月連続で拡大。(5月23日)	4月は英国で晴天が過去最多となり、例年になく暖かく良好な気候だったことが背景にあると見られている。5月は消費者信頼感もやや改善しており、米国との貿易協定の締結や、BREXIT後初となるEUとの包括的な協定の合意など、外交面での進展がセンチメント改善の背景にある可能性が指摘されている。

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2025年1-3月期の妥結賃金 は前年比+2.4%と2024年10-12月期の同+4.1%から減速。（5月23日）	市場では、前年比+2.5%から同+2.7%の伸びが見込まれていた。賃金の伸び鈍化は、ECBが重視するサービス価格の伸び鈍化につながる公算が大きい。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「トランプ関税への懸念再燃、在EUの企業はどのように対応していくのか」 (1 / 2)

先週5月23日にトランプ大統領は、EUとの貿易交渉が停滞していることを理由に、EUからの全輸入品に対して50%の関税を課すと発表しました。関税は6月1日から適用される予定であり、企業が生産拠点を米国内に移転すれば回避できると主張しています。EUは、かねてより米国との交渉が決裂した場合に備えて1,080億ドル相当の報復関税を準備しており、貿易戦争への懸念が再燃しています。

【マーケットの反応】

トランプ大統領の発表を受けて、23日に世界の株式市場は、米S&P500は0.7%、欧州のSTOXX600は1.8%と下落しました。欧州の株式市場では、特にドイツの自動車メーカーの株価下落が大きくなっています。EUに対する関税の表明に先駆けて、トランプ氏が米国外で製造されたスマートフォンへの高関税の賦課の方針を発表したことも影響しています。さらには、先々週末に行われたMoody'sによる米国債の格下げや、大型の減税法案の米下院での可決、20年米国債の入札不調と悪材料が続くなかで長期～超長期の米国債の利回りが上昇していることもリスク資産にとって逆風となっています。

ユーロは対ドルで一時下落後に、間もなく元の水準へと戻しています。直後のユーロの下落は、トランプ氏の対EU関税表明を受けて、市場で欧州中央銀行（ECB）の利下げ織り込みが拡大したことに歩調を合わせた格好でしたが、その後は、トランプ氏の政策不透明感が最終的に米経済の安定性や信用力を傷つけるのではないかと「米国売り」の流れが強まったように見られます。

【50%の関税が発動された場合に、EUで最も影響を受ける業種】

米国とEUとの貿易戦争への懸念が強まるなか、どういった分野が影響を受け得るのかを見極める必要があるでしょう。EUから米国への2024年の輸出品目を改めて見ると、「医薬品・医療用製品」が約1200億ユーロと22.5%のシェアで1位を占めます。次いで自動車・自動車部品（510億ユーロ、9.6%）、一般産業用機械・設備（340億ユーロ、6.4%）となっています。

医薬品の輸出では、ドイツ、ベルギー、アイルランド、オランダなどが主要な生産国となっています。特に、このところ輸出を伸ばしているのがアイルランドであり、多くの米国企業が製造拠点を構える国際的な製薬ハブとなっています。アイルランドの強みは、低い法人税率、英語圏であること、勤勉で質の高い労働力、米国に加えてEU市場へのアクセスの良さなどがあります。さらに直近では、米製薬大手イーライリリーが開発した抗肥満薬などの特定医薬品の需要増大も、アイルランドから米国への輸出拡大を後押ししています。

第一次トランプ政権の時から関税戦争の矢面に立たされてきた自動車や、鉄鋼・アルミニウムといった産業はサプライチェーンの再構築など対策を進めてきた一方で、ライフサイエンスやさらには航空機といった産業は、長らく関税がほとんどなかったという事情があります。そのため、実際に高関税発動となれば、混乱が懸念されます。

ロンドンからの視点「トランプ関税への懸念再燃、在EUの企業はどのように対応していくのか」 (2 / 2)

【トランプ氏のブラフにすぎないという見方も】

もっとも、EUから米国への医薬品の輸出の拡大は、裏を返せば米国での医薬品需要が巨大だということが背景にあります。EUから輸入する高品質の医薬品に高関税をかければ、米国の消費者が困るのであって、最終的には支持率低下の形でトランプ政権の首を絞めることになりかねないという見方もあります。

上述のマーケットの反応を見ても、それぞれの株式市場の反応はおしなべて前日比2%以内に収まっており、今回の関税表明が「最初に非常識な水準の関税をかけることで脅して、相手の譲歩を待つ」トランプ氏の常套手段であり、ブラフにすぎない、という見方もあります。みずほEMEAのトレーディングフロアでの受け止められ方も、概ねそういった落ちついたものでした。米国の関税戦争に対して「徹底抗戦」で応えた中国が、米国との関税の大幅引き下げで相互に合意したことを考慮しても、トランプ政権の「忍耐力」はそれほど高くないのかもしれませんが。

【貿易戦争におけるEUにとっての問題】

ただし、EUにとっての問題は、以下の点が挙げられます。

1. まず、米国の製造業がEUからの部品調達にそれほど依存しておらず、EUは高級完成品を多く輸出していることが挙げられます。そのため、米国は中国と比較してEUとの関税戦争には長く耐えられるのではないかと見方があります。
2. また、EUの規制主義やトランプ政権が非関税障壁と見做す項目の多さ、さらには米国のテック企業に大きな影響を与えうるデジタルサービス課税、など、米国とEUの対立は多岐にわたり短期的な解決は見込みにくいことも挙げられます。
3. さらに、中国と異なり、EUでは各国で選挙があるため、国内の輸出産業への逆風に直面した国が、EUの対応を批判、究極的には離脱に傾くリスクもあります。

特に3の点は、EUが一丸となってトランプ政権と交渉していくことができるか、それとも個別に交渉を進めようとする国が出てこないかは、米国とEUの交渉の行方を見ていくうえで最重要の点の1つだと考えています。

【在EUの企業はどのように対応していくのか】

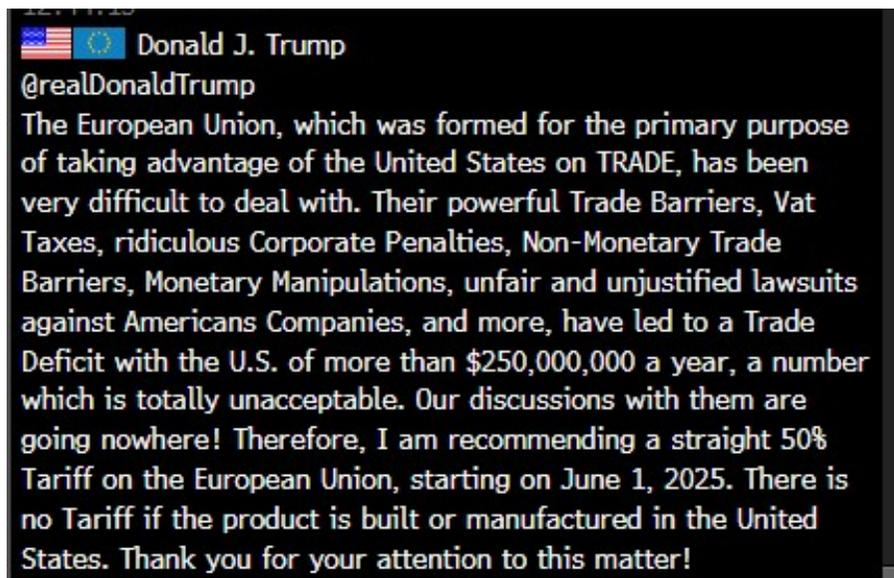
米国の消費者への影響を考慮すれば、トランプ政権がEUからの全輸入品に50%の関税をかけることは非現実的なのではないとも感じられますが、それでも、こうした米国側の動きは、サプライチェーンの見直しを一段と進めるきっかけになる可能性があります。実際に対応を検討するという企業の中で一番多いのは、米国での生産の拡大を検討するという声ですが、カナダ・メキシコ経由でUSMCAを活用することで、(特定の条件のもと) 関税を回避することも現実的な対応として挙げられます。また、既に関税交渉で米国と妥結した英国を経由した輸出を検討しているという意見も、一部ですが聞かれます(英国で実質的な加工・組立などを行っていないければ、原産地規制に抵触する恐れがあります)。

米国への輸出が厳しくなれば、他の国・地域への販路を強化するのみ、という声もあります。EUの企業がこうしたスタンスで臨むのであれば、EU域内での調達・販売の強化に向けた投資拡大、という流れも出てくるのではないかと考えられます。

トランプ大統領は、EUからの全輸入品に対して50%の関税を課すと発表（5月23日）

5月23日のトランプ米大統領によるSNSへの投稿

2024年のEUから米国への輸出 上位10品目



順位	品目分類	金額 (億ユーロ)	比率 (%)
1	医薬品・医療用製品	1200	22.5%
2	自動車(完成車および部品)	510	9.6%
3	一般産業用機械・設備	340	6.4%
4	電気機器・電気部品	320	6.0%
5	特定産業向けの機械(食品加工用など)	270	5.0%
6	航空機および宇宙関連機器	250	4.7%
7	精密機器・光学機器	220	4.1%
8	化学製品(医薬品を除く)	200	3.8%
9	鉄鋼および非鉄金属製品	180	3.4%
10	プラスチックおよびゴム製品	160	3.0%

注：SITC分類（2桁）を使用。
出所：Eurostat、みずほ

トランプ大統領は、EUとの貿易交渉が停滞していることを理由に、EUからの全輸入品に対して50%の関税を課すと発表。関税は6月1日から適用される予定であり、企業が生産拠点を米国内に移転すれば回避できると主張している。EUは、かねてより米国との交渉が決裂した場合に備えて1,080億ドル相当の報復関税を準備しており、貿易戦争の激化が懸念される。

英国とEUが関係再構築に向けた包括的な新協定に合意。(5月19日)

新協定の要点

農産品・食品貿易

- 衛生植物検疫圏（SPS圏）を新設し、検査や証明書の要件を大幅に緩和。
- 英国産の生ソーセージや貝類などのEU輸出禁止を解除。
- 国境での定期検査を停止し、流通を円滑化。

エネルギー・環境

- EUの電力取引プラットフォームへの参加を検討。
- 英国とEUの排出量取引制度（ETS）をリンクし、CBAM（炭素国境調整メカニズム）への支払いを回避。

防衛・安全保障

- 正式な防衛・安全保障協定を締結。
- 制裁、情報共有、宇宙安全保障などで協力。
- PESCO（常設軍事協力枠組み）プロジェクトに英国が参加。

漁業

- EU漁船の英海域へのアクセスを2038年まで延長（12年間）。
- 英国は見返りとして、食品貿易の円滑化などを獲得。

移動・若者交流

- 短期ビジネス渡航や専門資格の相互認証に関する対話を設置。
- 若者の移動に関する協力を強化（オーストラリア等との既存スキームに準拠）。

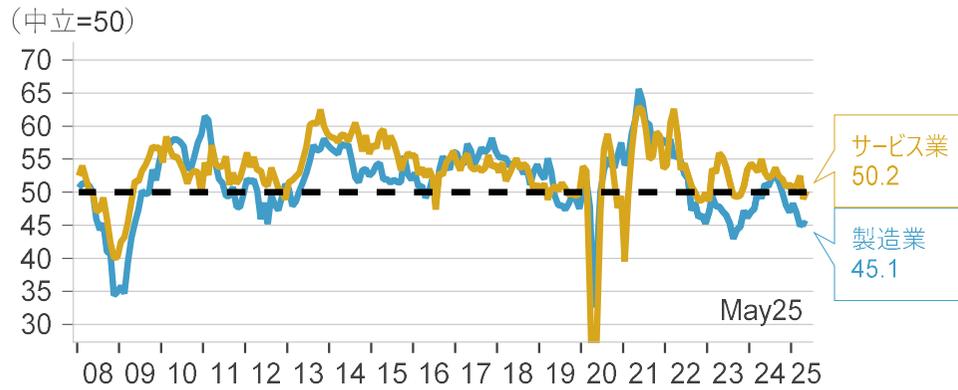
法執行・移民

- 不法移民対策や法執行協力を強化。
- 英国国民がEU加盟国入国時に自動ゲートを利用可能に。

経済・安全保障・若者交流など多岐にわたる分野での協力を強化し、両者の関係を「リセット」することを目的としている。野党の保守党や、リフォームUKは、漁業分野でのEU漁船の英海域へのアクセスを2038年までの延長や、食料やエネルギーにおいてEUの規制を一部受け入れることになることに対し、主権を売り渡すものとして批判している。

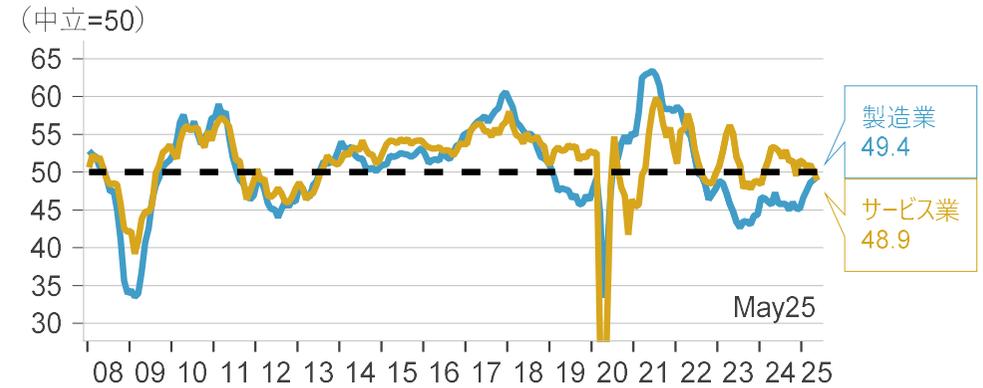
5月のユーロ圏のPMI速報値はサービス業の景況感悪化が鮮明に（5月22日）

英国



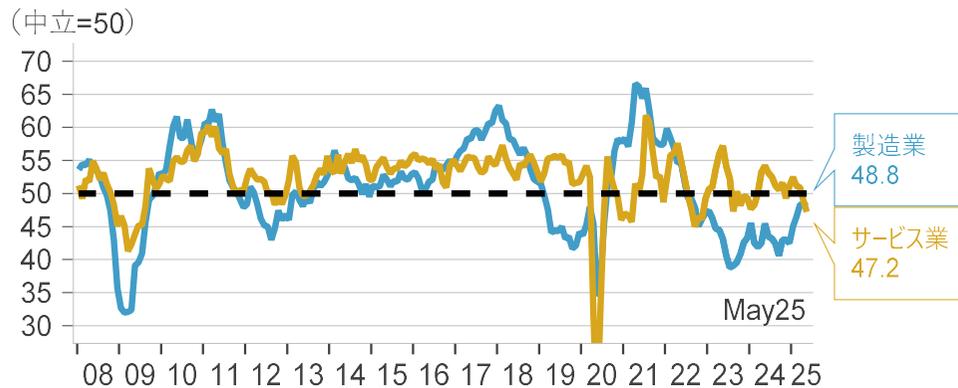
(出所：S&P Global、マクロポンド、みずほ)

ユーロ圏



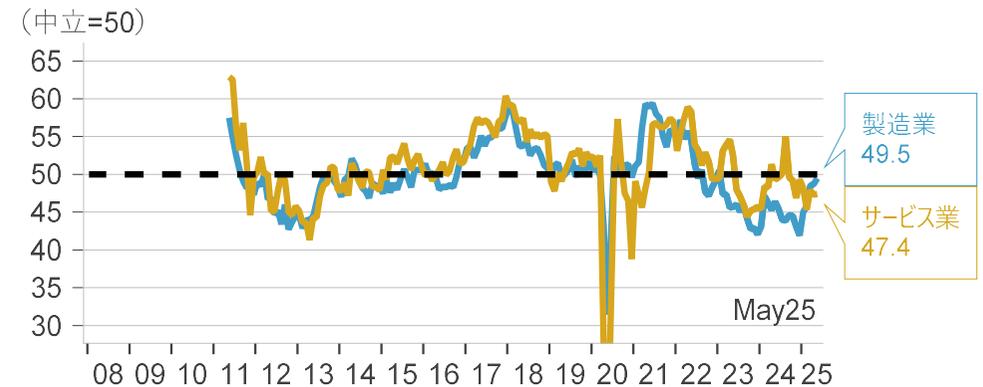
(出所：S&P Global、マクロポンド、みずほ)

ドイツ



(出所：S&P Global、マクロポンド、みずほ)

フランス



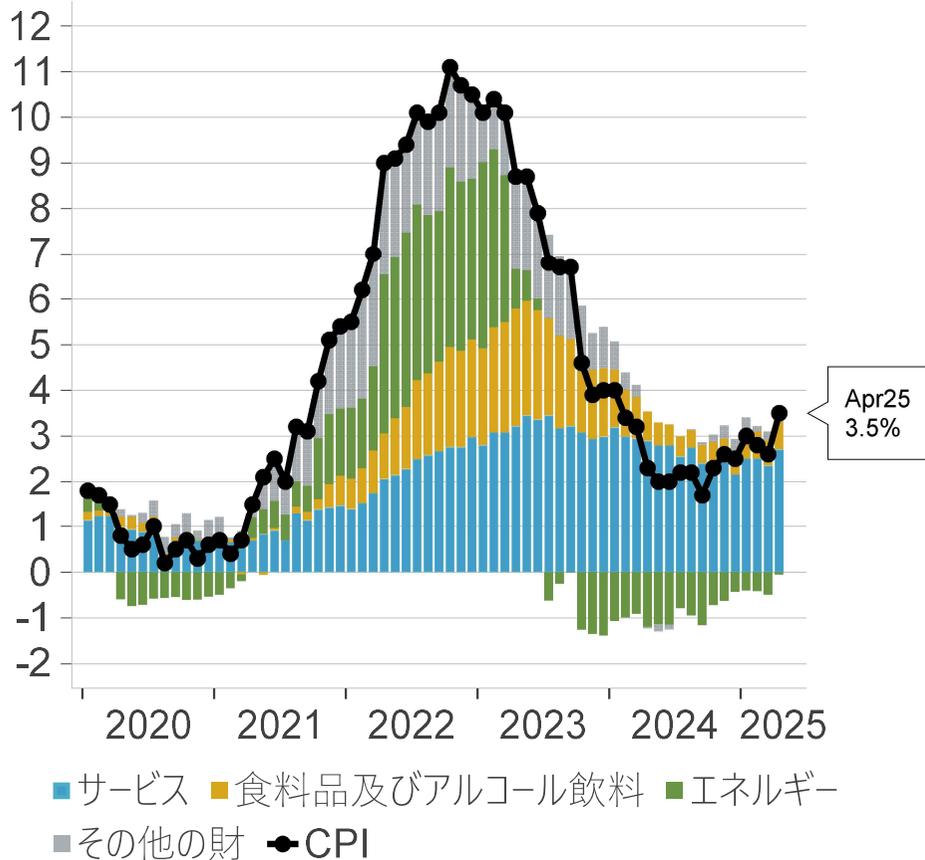
(出所：S&P Global、マクロポンド、みずほ)

これまでユーロ圏では、製造業が苦境に陥る一方で、賃金の伸びやインフレの鈍化を背景にサービス業は比較的堅調と見られてきた。主に国内の需要の弱さからくるものと見られており、ECBの利下げ継続をサポートする内容。一方、英国の5月PMI速報値は製造業、サービス業ともに小幅改善している。

英国の4月CPIは前年比+3.5%と3月の同+2.6%から加速。(5月21日)

英国 消費者物価指数 (CPI) 伸び率 要因分解

(前年比%)



(出所：英国家統計局 (ONS)、マクロポンド、みずほ)

英国 CPI伸び率 カテゴリー別

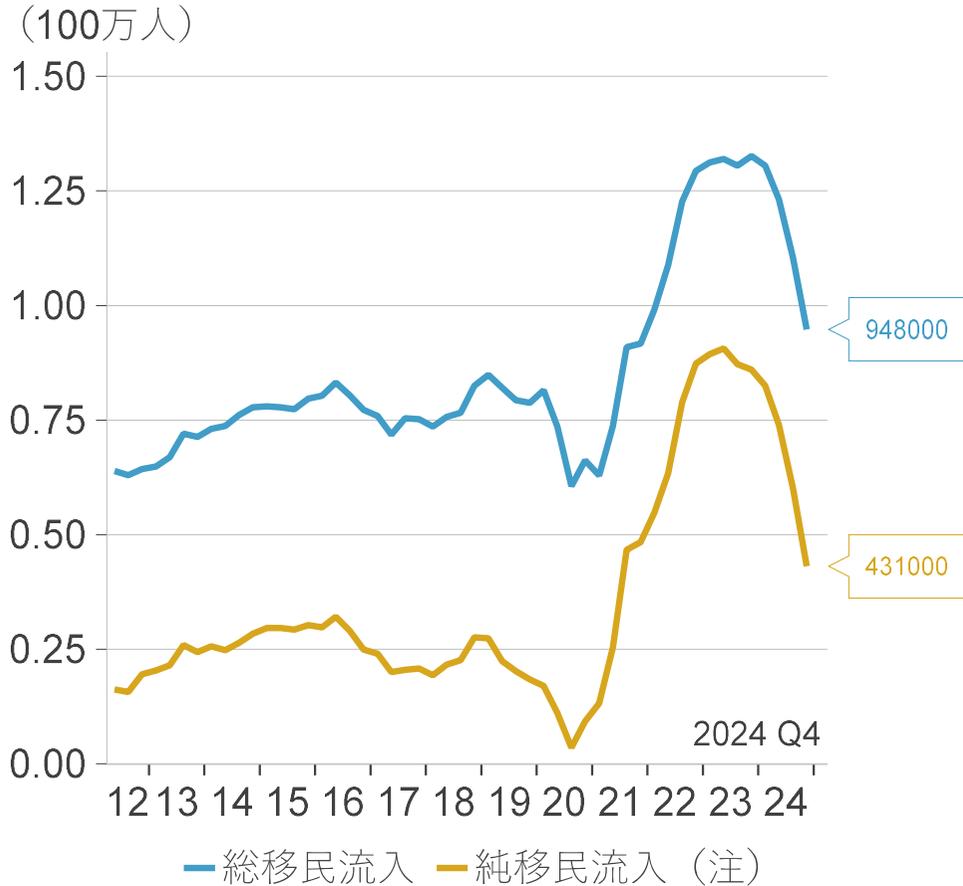
	ウェイト	Jan25	Feb25	Mar25	Apr25
総合	100.0	3.0	2.8	2.6	3.5
食料及び非アルコール飲料	11.3	3.3	3.3	3.0	3.4
アルコール飲料及びたばこ	3.9	4.9	5.7	5.3	5.7
被服及び履物	6.0	1.8	-0.6	1.1	-0.4
住宅・住宅サービス	12.8	2.1	1.9	1.8	7.8
家具・家事用品	5.8	0.5	0.2	0.5	-0.5
保険医療	2.8	5.0	5.1	5.0	4.3
交通	13.2	1.7	1.8	1.2	3.3
通信	2.4	5.9	7.3	6.0	5.8
娯楽	14.9	3.8	3.4	2.4	3.1
教育	3.2	7.5	7.5	7.5	7.5
レストラン・ホテル	13.7	3.3	3.4	3.0	2.7
その他財・サービス	10.0	2.8	3.0	3.1	2.5
【財・サービス分類】 財	49.9	1.0	0.8	0.6	1.7
食料・アルコール飲料・たばこ	15.1	3.7	3.9	3.6	4.0
エネルギー	6.2	-6.6	-6.8	-8.0	-0.9
【財・サービス分類】 サービス	50.1	5.0	5.0	4.7	5.4
コアCPI	78.7	3.7	3.5	3.4	3.8

注：コアCPIは食料、エネルギー、アルコール及びたばこを除いたもの。
(出所：英国家統計局 (ONS)、マクロポンド、みずほ)

2024年10月に発表された雇用者が負担する従業員の国民保険料負担の増加や、最低賃金の引き上げを受けて、2025年4月に企業が人件費の増加分の一部を消費者に転嫁する動きが拡大したものと見られる。また、電気・ガスといった公共料金の値上げも全体のCPIの伸びを加速させる要因に。イングランド銀行の利下げ期待は縮小。

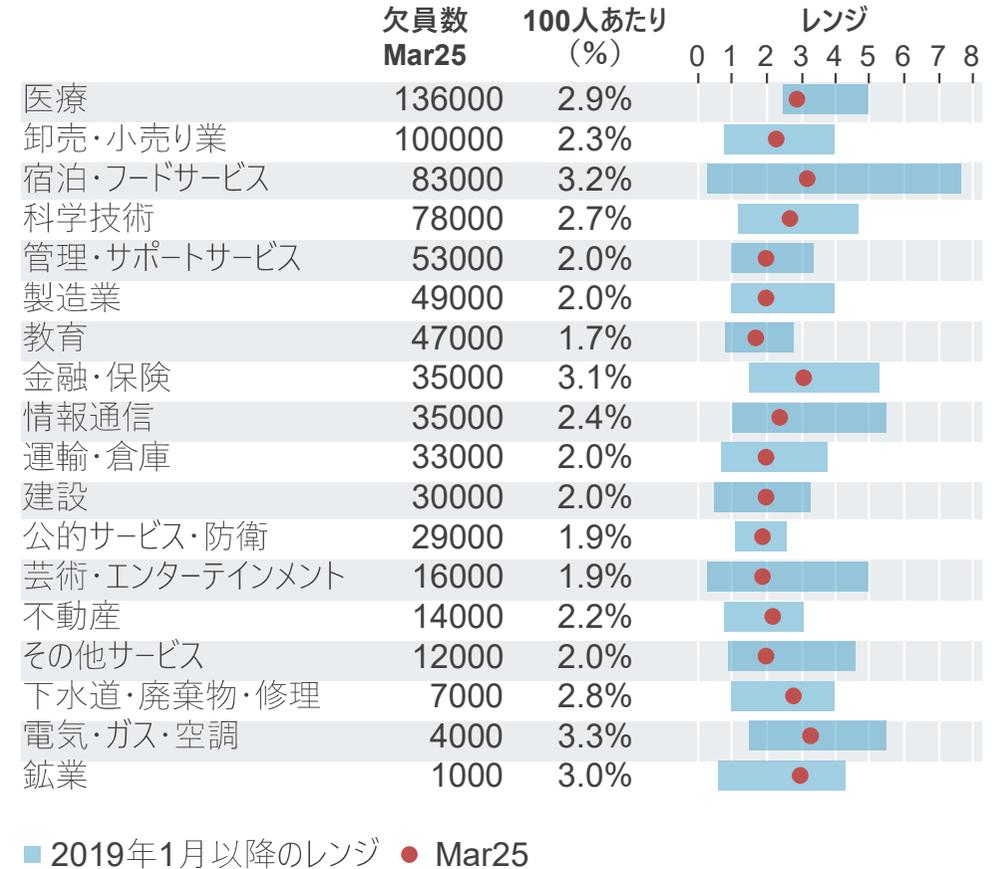
英国への2024年の入国者数は29%減の94万8000人に。(5月22日)

英国 年間の移民流入数



注：入国者数から出国者数を差し引いたデータ
 (出所：英国家統計局、マクロポンド、みずほ)

英国 セクターごとの欠員状況

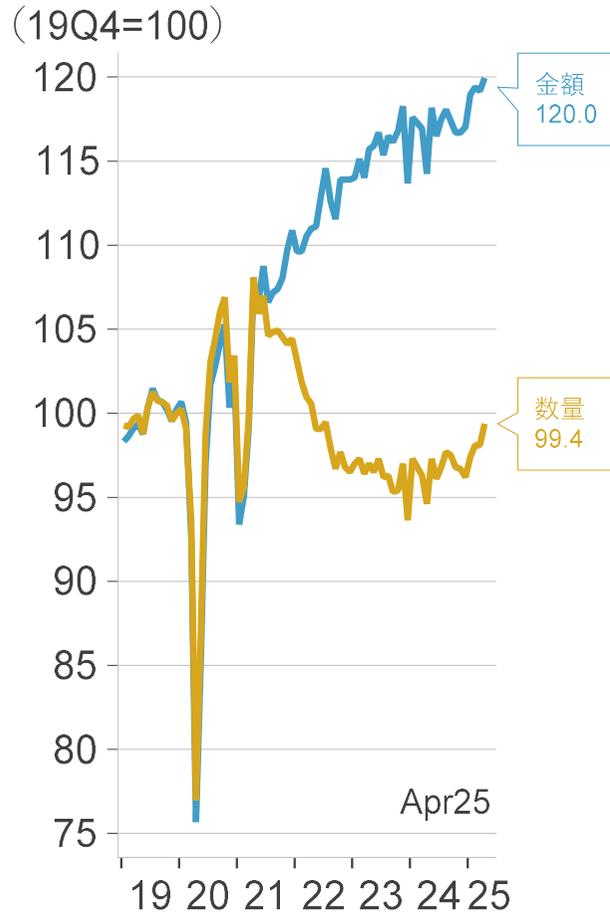


(出所：英国家統計局 (ONS)、マクロポンド、みずほ)

新たに入国した移民の人数から出国者を引いた「純移民」は前年比50%減の43万1000人に。技能労働者ビザの年収要件の引き上げや、介護職での就労ビザにおける扶養家族の同伴禁止など2024年のビザ制度厳格化が影響した。スターマー政権は反移民を掲げる「リフォームUK」の台頭を意識する形で、さらなる移民受け入れ制度の厳格化を進める方針を5月12日に示している。

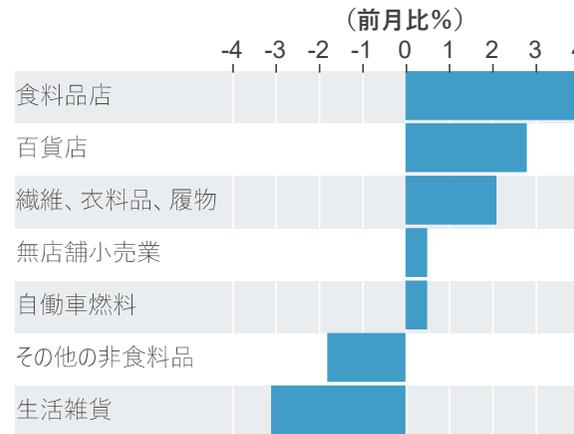
英国の4月小売売上高は前月比+1.2%と4か月連続で増加。(5月23日)

英国 小売売上高



(出所：英国家統計局、マクロポンド、みずほ)

英国 小売売上高 セクターごと



(出所：英国家統計局、マクロポンド、みずほ)

英国 GfK消費者信頼感指数



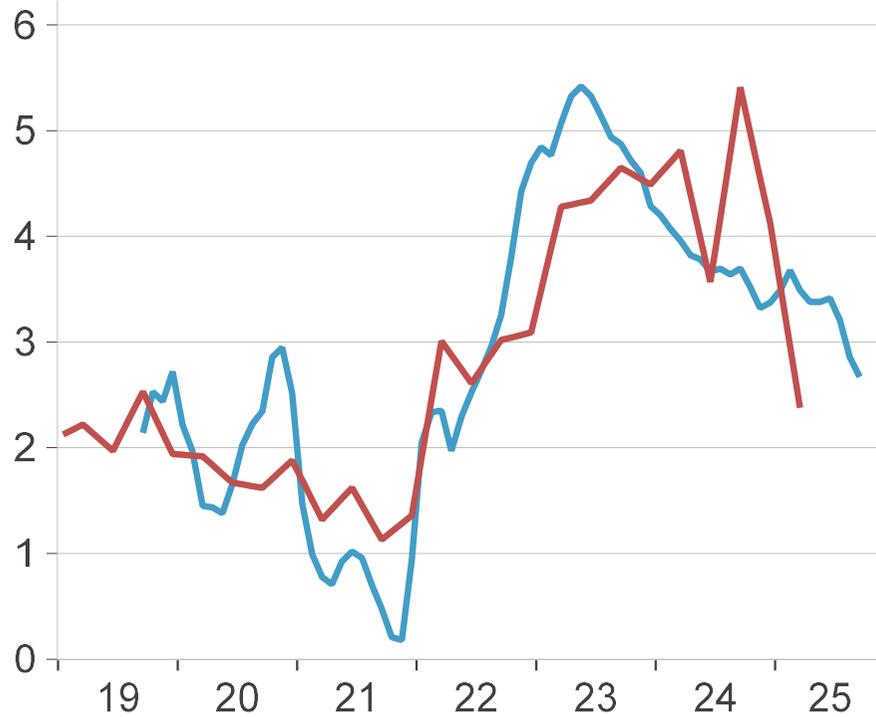
(出所：GfK、マクロポンド、みずほ)

4月は英国で晴天が過去最多となり、例年になく暖かく良好な気候だったことが背景にあると見られている。5月は消費者信頼感もやや改善しており、米国との貿易協定の締結や、BREXIT後初となるEUとの包括的な協定の合意など、外交面での進展がセンチメント改善の背景にある可能性が指摘されている。

ユーロ圏の2025年1-3月期の妥結賃金は前年比+2.4%の伸びに。(5月23日)

ユーロ圏妥結賃金とIndeed求人広告賃金

(前年比%)

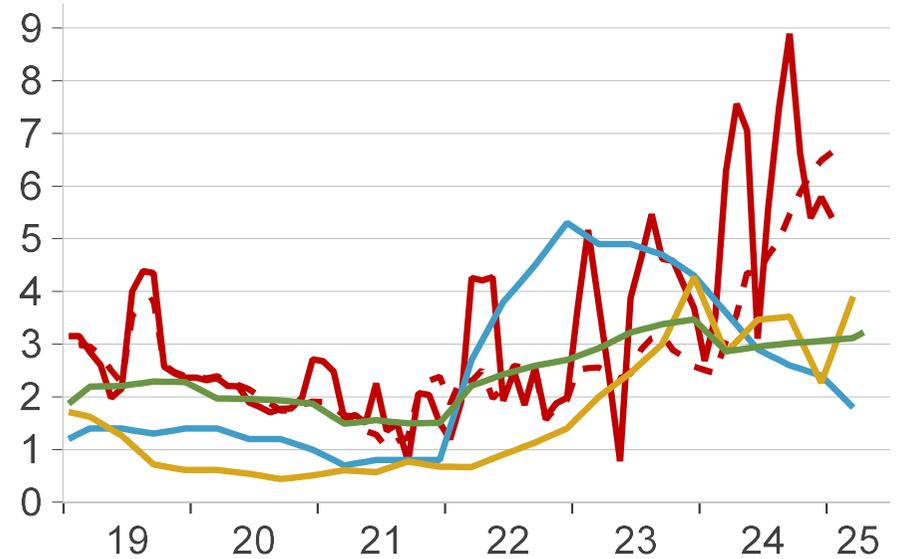


— ユーロ圏妥結賃金 (2025 Q1: 前年比2.4%)
— 求人広告賃金 (Mar2025: 前年比2.67%)

注: 求人広告賃金は3か月平均値。グラフは6か月先行させている。
(出所: ユーロスタット、マクロポンド、みずほ)

ドイツ、フランス、イタリア、スペイン妥結賃金

(前年比%)



— ドイツ含む一時金(Jan25: 前年比5.40%)
- - ドイツ除く一時金(Jan25: 前年比6.64%)
— フランス(2025 Q1: 前年比1.80%)
— イタリア(2025 Q1: 前年比3.90%)
— スペイン(2025 Q1: 前年比3.22%)

注: ドイツは3か月平均をとったうえで前年比を計算している。
(出所: 各国統計、マクロポンド、みずほ)

2024年10-12月期の同+4.1%から減速。市場では、前年比+2.5%から同+2.7%の伸びが見込まれていた。賃金の伸び鈍化は、ECBが重視するサービス価格の伸び鈍化につながる公算が大きい。

欧州G10通貨中期見通し（2025年4月30日時点）

	Spot	2025 Jun	Sep	Dec	2026 Mar	Jun
VS USD						
EUR/USD	1.14	1.13	1.12	1.09	1.08	1.10
GBP/USD	1.34	1.35	1.35	1.34	1.34	1.36
USD/CHF	0.82	0.82	0.82	0.86	0.89	0.89
USD/NOK	10.4	10.4	10.4	10.6	10.6	10.3
USD/SEK	9.7	9.7	9.7	9.9	9.9	9.6
VS EUR						
EUR/GBP	0.85	0.84	0.83	0.81	0.81	0.81
EUR/CHF	0.94	0.93	0.92	0.94	0.96	0.98
EUR/NOK	11.84	11.7	11.6	11.5	11.4	11.3
EUR/SEK	10.99	11.0	10.9	10.8	10.7	10.6
VS JPY						
EUR/JPY	162.4	162	161	159	157	160
GBP/JPY	190.7	193	194	196	194	197
CHF/JPY	173.4	174	175	169	163	163
NOK/JPY	13.7	13.8	13.9	13.8	13.7	14.1
SEK/JPY	14.8	14.7	14.8	14.7	14.6	15.0
USD/JPY	142.8	143	144	146	145	145

注：ユーロドル、ユーロ円、ドル円の見通しは「みずほ中期為替相場見通し」（2025年4月30日発行）より抜粋。

英ポンド

米相互関税発表後、英国債（ギルツ）市場の亀裂が鮮明に。

4月2日に米トランプ政権が相互関税を発表したことを受けて、世界的に金融市場が混乱に見舞われるなか、英ポンドはユーロとは対照的に対ドルで下落が先行した。月末にかけては対ドルで持ち直し、月間の騰落率は+3.2%となったが、ユーロ(+4.7%)や日本円(+4.8%)など、他の主要通貨と比較すればパフォーマンスは劣っている。英国は、対米貿易収支がほぼ均衡しており、比較的トランプ関税の影響を直接的には受けにくいと見られるが、それでも4月以降の英国国内債券市場の状況や、景気指標は勇気づけられるものではない。

真っ先に亀裂が鮮明となったのは、英国債（ギルツ）市場である。相互関税発表後の世界的な債券市場の下落の影響が波及する形で、英30年国債は1998年以来の高水準に達した。イングランド銀行（BOE）は国債利回りが急騰する中、量的引き締め政策の下で4月10日に予定していた長期国債の市場売却を一時停止。代わりに14日に7.5億ポンドの短期国債を売却すると発表している。長期金利の上昇は、英国の不動産市場や財政に悪影響を及ぼす恐れが大きい。

4月23日に発表された4月の英PMI速報値では、景況感の落ち込みが鮮明となっている。特にサービス業が48.9と3月の51.5から急低下。総合指数は48.2と29カ月ぶりの低水準となった。

BOEがかねてより金融政策の軸足をインフレ抑制から景気への配慮にシフトさせつつあることを踏まえれば、4月に入り金融市場でBOEの利下げ織り込みが拡大していることは、妥当な流れであろう。とはいえ、英国ではBREXITなど固有の要因もあり、賃金及びサービス価格の高止まりがユーロ圏と比較して鮮明であり、BOEが積極的な利下げには動きにくい環境にある。このように「悪い高金利」の側面も否めないが、英国は主要国の中で特に長短の金利水準は高く、結果的に、英ポンドがユーロと比較して緩やかながら上昇する見通しを描いている。

ユーロ

ECBはユーロ高経由でディスインフレ圧力が輸入される展開について懸念を示す。利下げ路線は継続へ。

4月のユーロ相場は騰勢を強めた。文字通り、ドルの信認喪失を受けた「敵失のユーロ高」という側面は大きい。ECBの利下げ路線も結局、当面は持続する流れに至っており、トランプ関税の影響は域内経済を下押しすることが予想される。真っ当に考えれば、ユーロを買えるような状況ではないが、国際金融秩序の変革とそれに伴うドル凋落が争点化する中、4月はドル売り優勢の展開が相場を規定した。なお、4月のECB政策理事会ではユーロ高経由でディスインフレ圧力が輸入される展開について懸念が示されており、当面は利下げを前提とした運営が続くと思われる。欧米金利差と安定した関係にあるユーロ/ドル相場の性質を踏まえれば、4月のような一方的な上昇を期待するのは難しいはずである。予想レンジの上方修正は必要だが、全体的なパスの修正までは現段階では必要ないだろう。なお、欧州は米国からの自立をテーマとして独自のFTA戦略を模索する最中にある。予測期間中にその影響が可視化されることはないが、今後、EUとアジアの結びつきが強化される中、日欧貿易の変化などを通じて円相場にどのような影響が生じるかは留意しておきたい論点である。

注：ユーロの見通しの概要は「みずほ中期為替相場見通し」（2025年4月30日発行）より抜粋。

スイスフラン

安全資産需要がフランを急激に押し上げ

- スイスフランの4月の対ドル上昇率は+7.1%に達し、日本円(+4.8%)やユーロ(+4.7%)をおさえ、G10通貨の中で圧倒的なパフォーマンスとなった。4月2日に米トランプ政権が相互関税を発表したことを受けて、世界的に金融市場が混乱に見舞われるなか、対外純債権国であり、巨額の貿易黒字に支えられたスイスフランに対する安全資産需要が急激に強まったものと見られる。スイスから米国へのこれまでの投資資金が一部本国に還流した可能性も高いだろう。スイス国立銀行(SNB)のシュレーゲル総裁は、4月25日に、スイス経済が米国との貿易摩擦の影響を欧州の中でも特に受けやすいと発言している。スイスが小規模で開放的な経済構造であることが直接的な理由であり、スイスの主力輸出品の一つである医薬品に対し、トランプ政権が品目別関税の対象にする方針を示していることを意識したもの、という見方が一般的である。もっとも、上述の通り、スイスフランが世界的な不透明感から急騰していることも意識した発言である可能性は高い。政策金利が0.25%と既に先進国の中で最低水準にあるSNBの利下げ継続を示唆する内容だと見られる。短期的なフランの先行きに関しては、まさにトランプ政権の関税政策次第、という側面が大きいと見られるが、見通し後半にかけてはさすがに不確実性が低下、安全資産需要が後退することを前提に、ややフラン安となる見通しを置いている。

ノルウェークローネ

原油価格の大幅下落が重石に。

- ノルウェークローネは4月2日の米相互関税発表後、対ユーロのみならず、対ドルでも大幅な下落となった。対ドルでは世界的なドル売りの流れもあり月末には3月末の水準まで戻ったが、ユーロでは月間で3.6%もの大幅下落となっている。クローネの下落は、原油価格下落の影響が大きいだろう。これは、トランプ政権の関税政策をはじめとする政策不透明感が、世界経済の下押し圧力となる懸念を背景としたものと見られる。さらには、OPEC+が4月3日、予想より大幅な減産を5月に実施することで合意したほか、サウジアラビアが4月6日に公式販売価格(OSP)を大きく引き下げたことも相場下落に拍車をかけている。先行きも、米国をはじめとする世界経済の先行き不透明感に継続する恐れが大きく、クローネは上値の重い展開となる公算が大きい。

スウェーデンクローナ

先行きの景気減速懸念が強まる

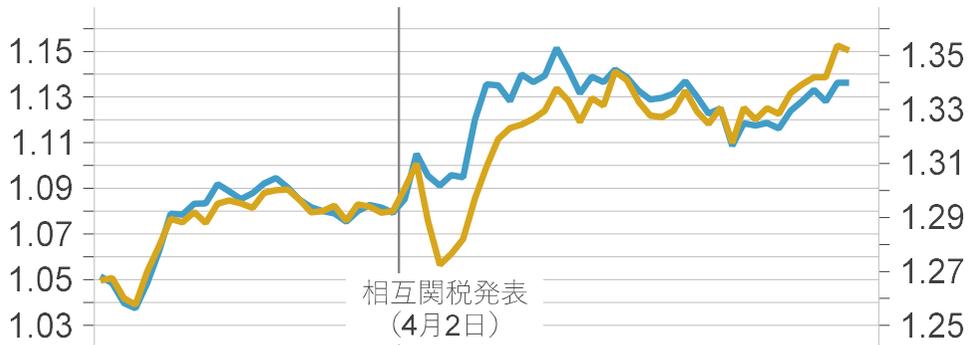
- スウェーデンクローナは4月に対ユーロで0.8%の下落となったが、対ドルでは3.9%の上昇となった。結果的に、それほど為替市場の値動きには特筆すべきものはなかったが、経済・物価指標はやや市場予想対比下振れており、ファンダメンタルズは悪化しつつある。4月29日に発表されたスウェーデンの2025年1-3月期の実質GDP成長率は前期比横ばいとなり、同+0.2%の市場予想を下回った。2024年10-12月期は同+0.2%だった。長期金利の上昇による借入コスト上昇が不動産市場に悪影響を及ぼしている可能性がある。さらに、米国の関税政策を巡る混乱で、消費者センチメントは16か月ぶりの低水準に落ち込んでおり、先行きは一段と景気は停滞する恐れが強まっている。リクスバンクの利下げ期待が本格的に復活にはまだ距離があると見られるが、景気減速懸念はクローナの上値を抑えるものとなる公算が大きい。

マーケットデータ
主要経済指標ダッシュボード

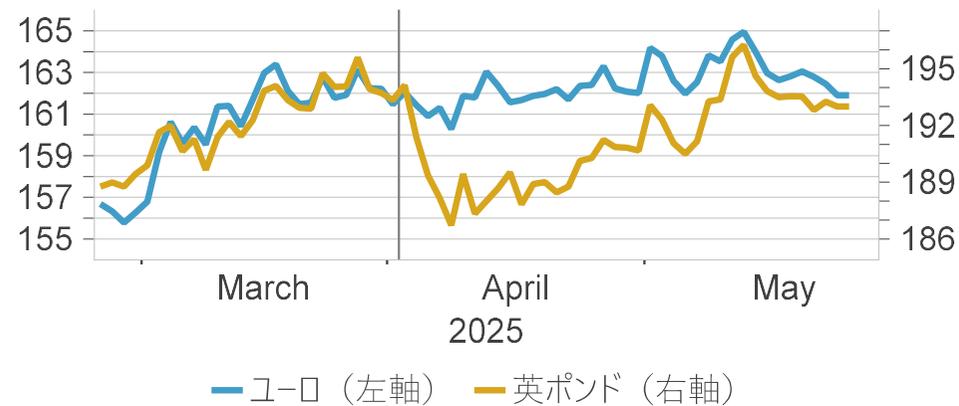
マーケットデータ① 為替市場

ユーロ、ポンドの対ドル、対円レート

【対ドルレート】



【対円レート】



Data as of 25 May 2025
(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

4月2日の相互関税発表後の各通貨の対ドルパフォーマンス

	週間騰落率 (%)	4月2日以降の累計騰落率(%)										
		-10	-7.5	-5	-2.5	0	2.5	5	7.5	10		
CHF	1.8%	[Bar chart showing range from 0 to 7.7%]										
RUB	1.1%	[Bar chart showing range from -10 to 6.4%]										
MXN	1.3%	[Bar chart showing range from -2.5 to 5.8%]										
CZK	1.9%	[Bar chart showing range from 0 to 5.6%]										
EUR	1.6%	[Bar chart showing range from 0 to 5.3%]										
SEK	2.0%	[Bar chart showing range from 0 to 5.2%]										
JPY	2.2%	[Bar chart showing range from 0 to 5.0%]										
HUF	1.1%	[Bar chart showing range from 0 to 4.8%]										
GBP	1.6%	[Bar chart showing range from -2.5 to 4.6%]										
CAD	1.7%	[Bar chart showing range from 0 to 4.3%]										
PLN	1.3%	[Bar chart showing range from -2.5 to 3.6%]										
NOK	2.9%	[Bar chart showing range from -5 to 3.6%]										
ZAR	1.0%	[Bar chart showing range from -7.5 to 3.5%]										
AUD	1.4%	[Bar chart showing range from -5 to 3.5%]										
CNH	0.4%	[Bar chart showing range from -2.5 to 1.5%]										
TRY	-0.7%	[Bar chart showing range from -10 to -2.8%]										

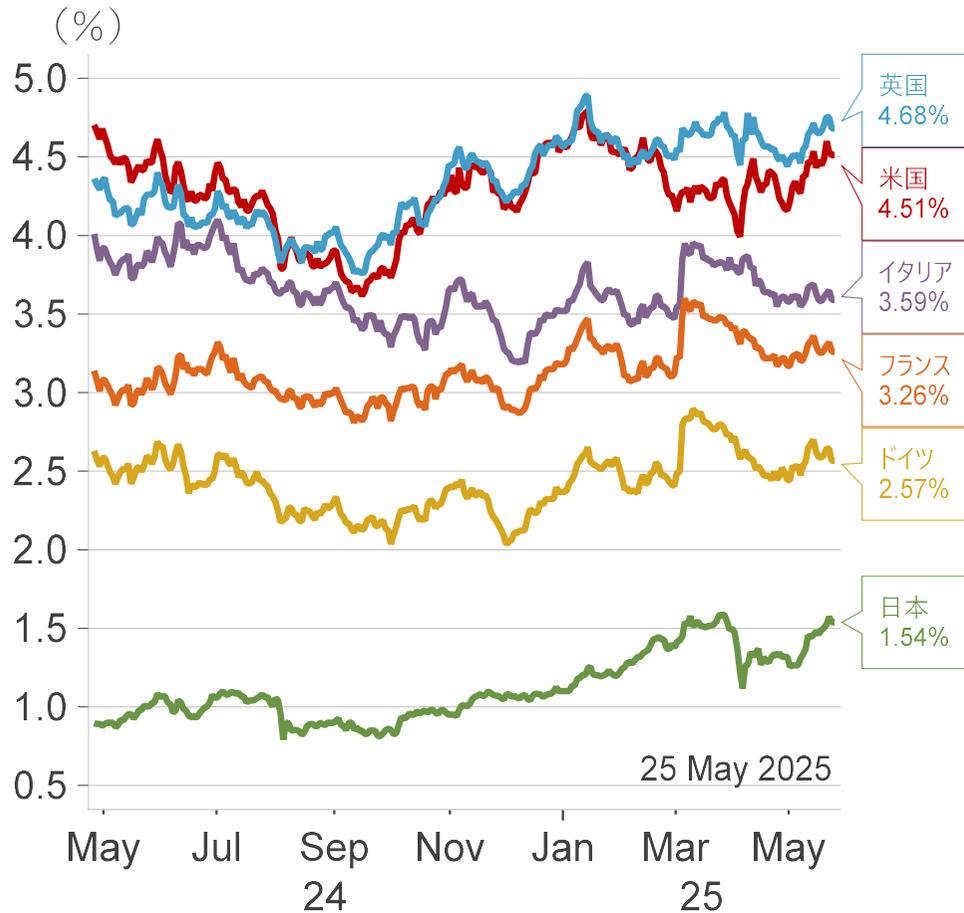
■ 4月2日以降の騰落率のレンジ ● 25 May 2025

(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

先週は「株安、債券安、通貨安」の米国売りが再燃。G7財務相・中央銀行総裁会議において、米国がドル安を各国に要請するのではないかと観測も一因として挙げられるが、関税をはじめとするトランプ政権の政策不透明感から来るドルの信認低下という側面も否定できない。

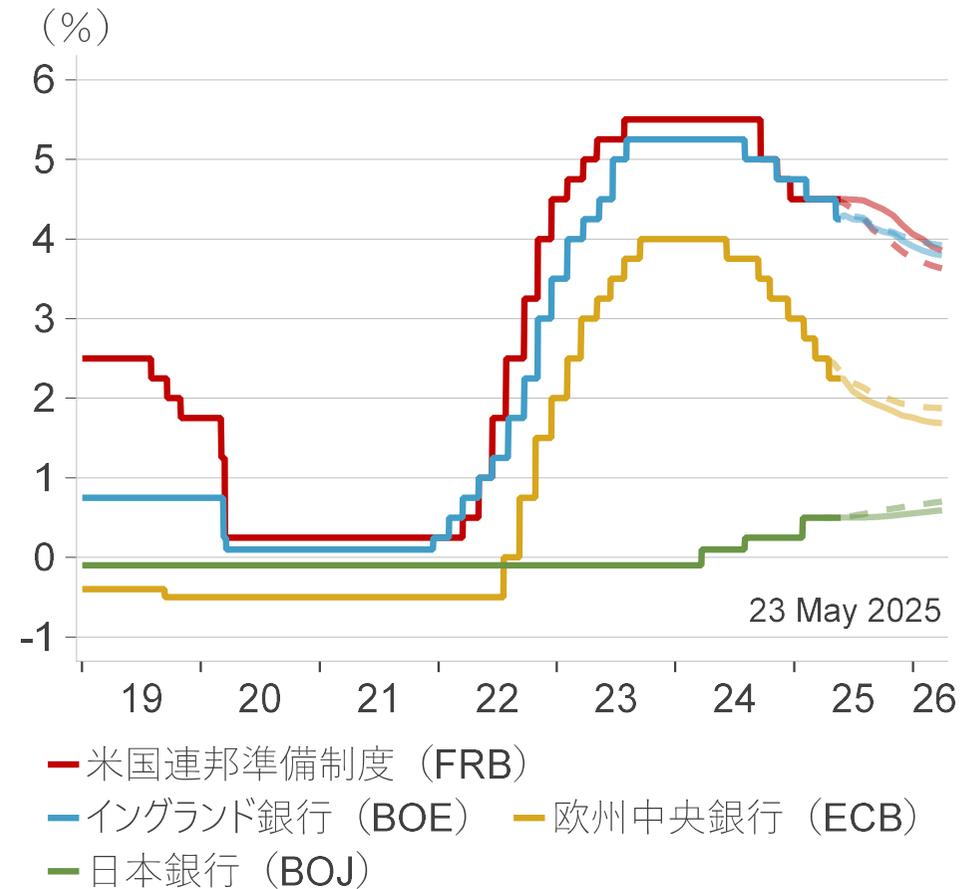
マーケットデータ② 10年国債利回り、各国政策金利

10年国債利回り



(出所：マクロボンド、みずほ)

主要中央銀行 政策金利



注：点線は2025年4月1日時点の市場の織り込み。
(出所：フルームバーグ、マクロボンド、みずほ)

米国債を中心に、長期～超長期の国債利回りが上昇。先々週末に行われたMoody'sによる米国債の格下げや、大型の減税法案の米下院での可決、20年米国債の入札不調と悪材料が続いた。日本でも、30年国債利回りが過去最高水準へと急騰。相対的に、欧州の国債利回りは、落ち着いた展開に。欧州国債への資金流入を反映している可能性。

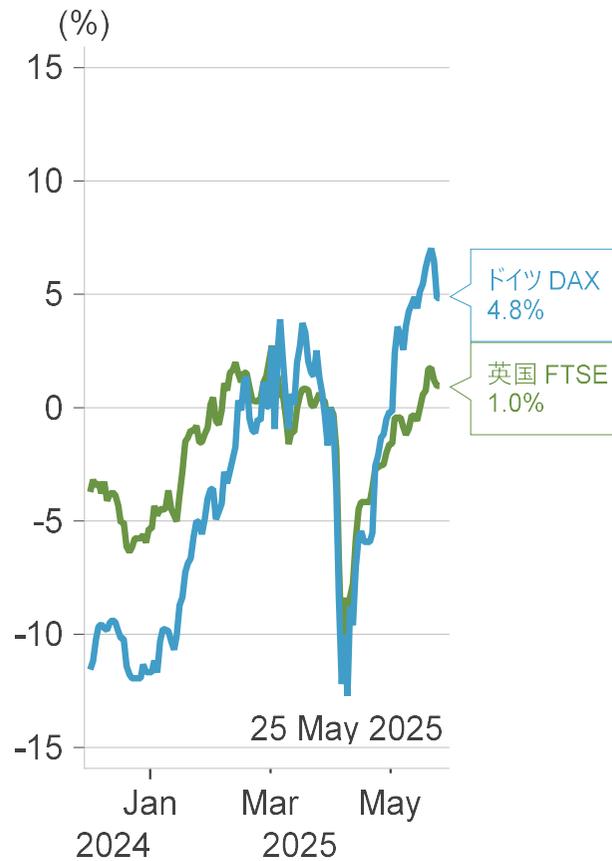
マーケットデータ③ 株式市場

米国



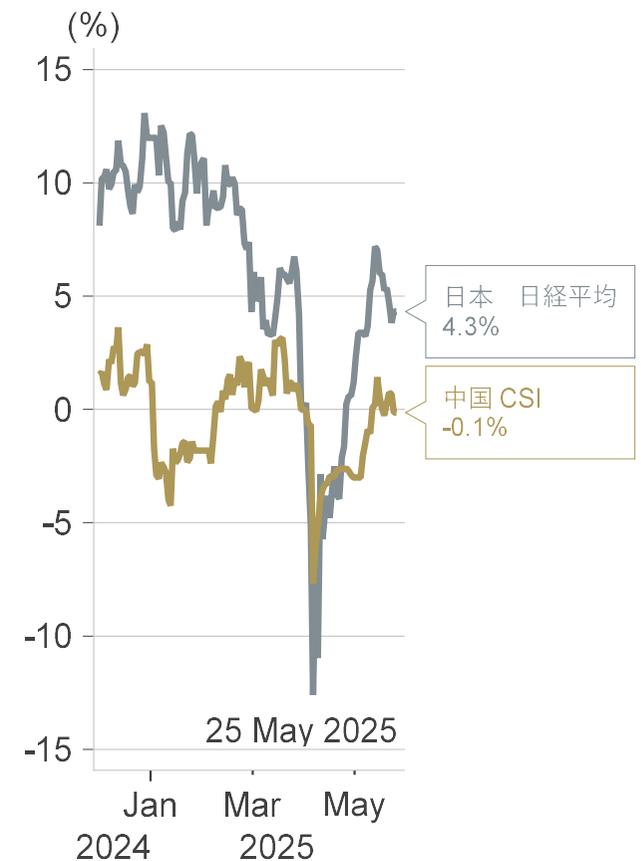
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

欧州



注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

日本、中国

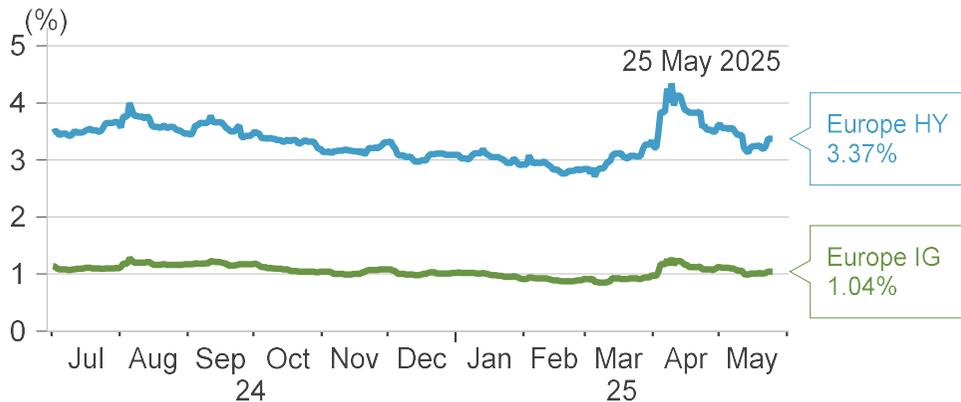


注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

大型の減税法案の米下院での可決自体は本来は株価の支援材料だが、米長期金利の急騰や、トランプ大統領による米国外で製造されたスマートフォンへの高関税の賦課方針の発表、さらには6月1日からのEUからの輸入に対する50%の関税発動表明を受け、先週は終盤にかけ、ドイツの自動車メーカーを中心に株価が下落している。

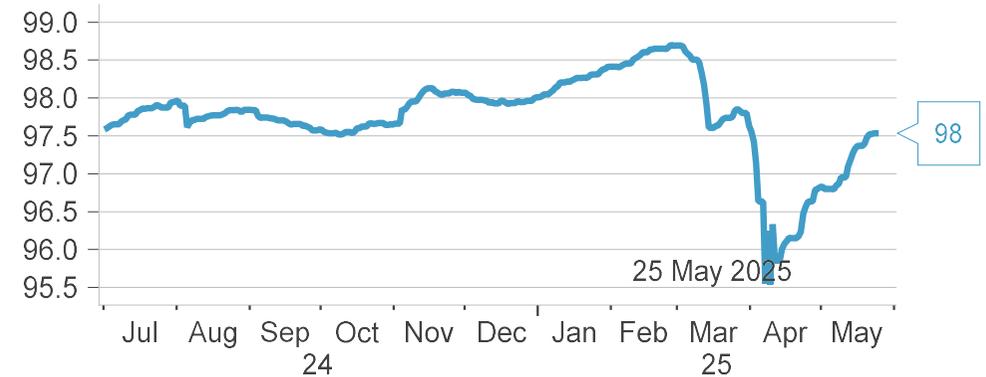
マーケットデータ④ クレジット市場

欧州 クレジットスプレッド



(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

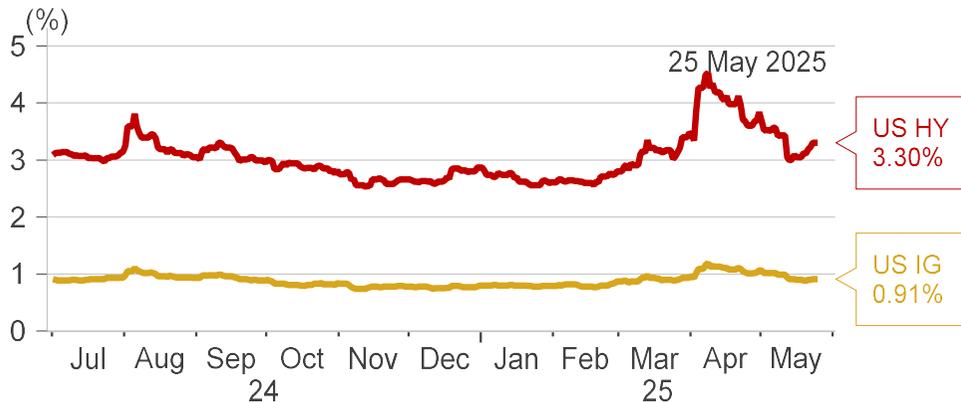
欧州 レバレッジドローン



Note: Morningstar European Leveraged Loan Index

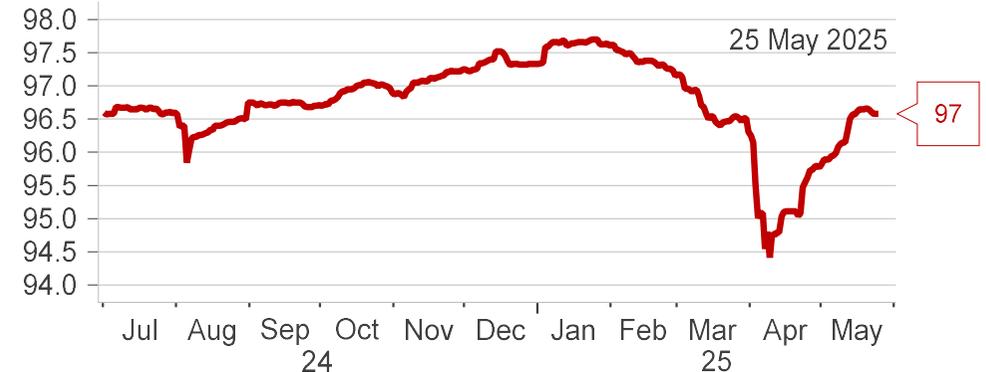
(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

米国 クレジットスプレッド



(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

米国 レバレッジドローン



Note: Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index

(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

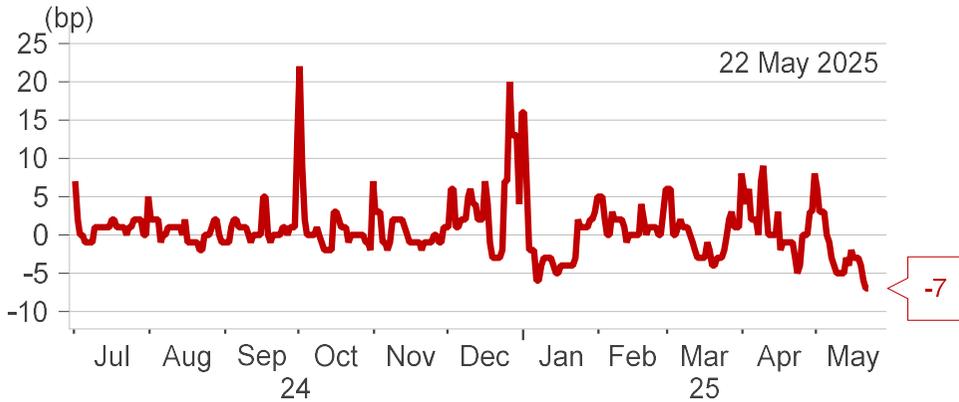
米国ハイールド債のスプレッドが再び拡大。先週末に行われたMoody'sによる米国債の格下げや、米国債を始めとする長期金利の上昇が企業の信用力に与える影響が焦点に。

マーケットデータ⑤ 流動性、ドル調達環境

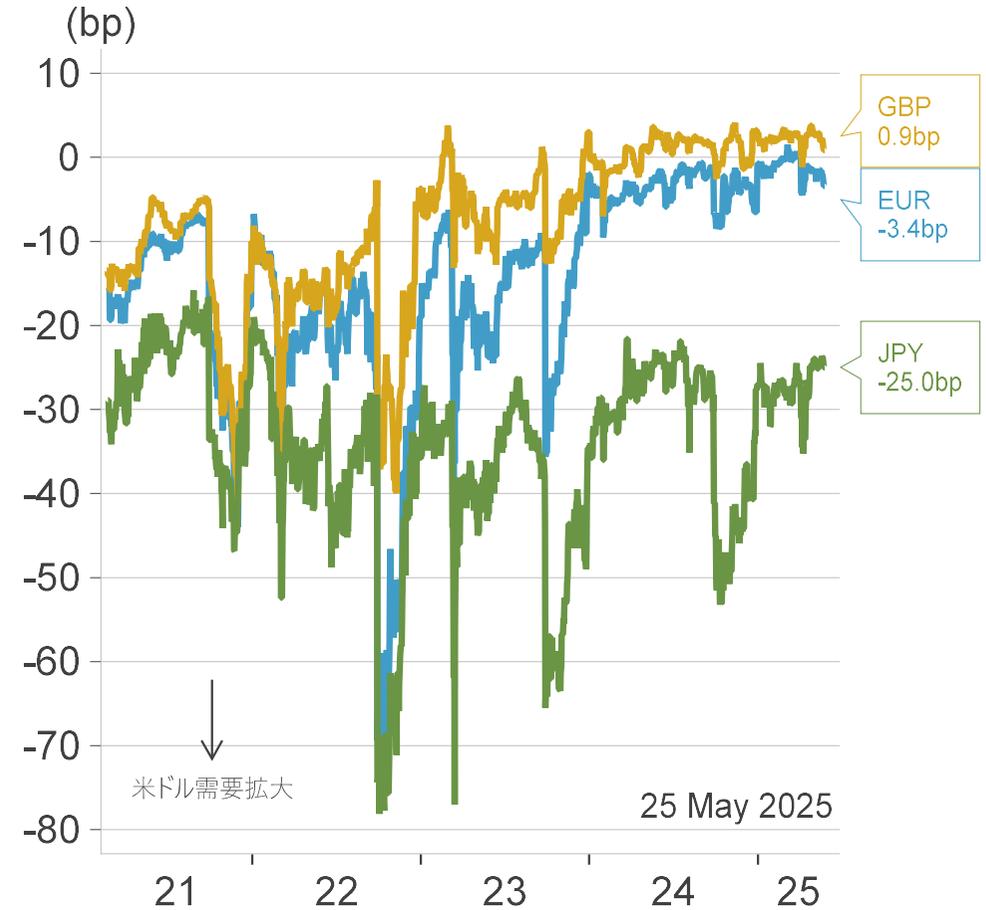
欧州 Euribor-OIS



米国 SOFR-OIS

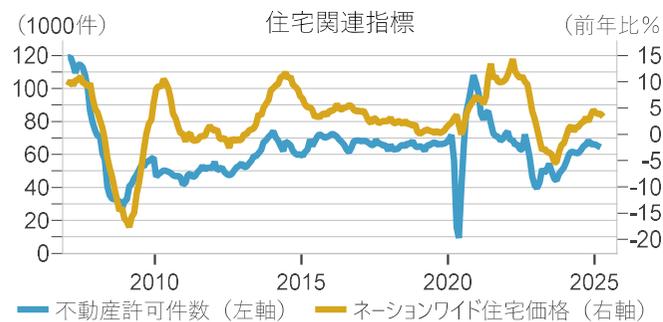
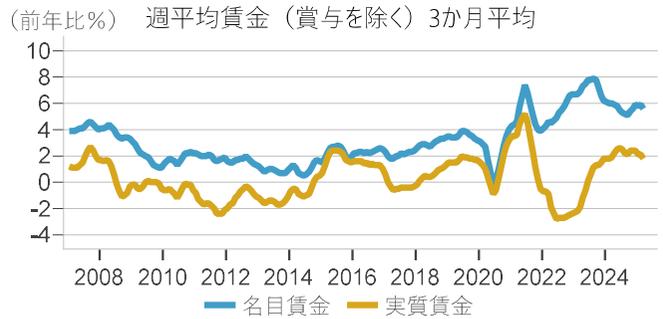
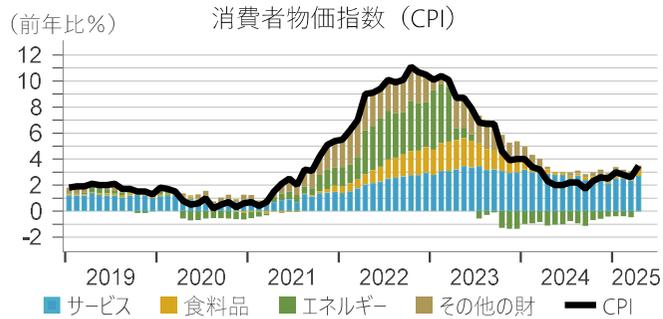
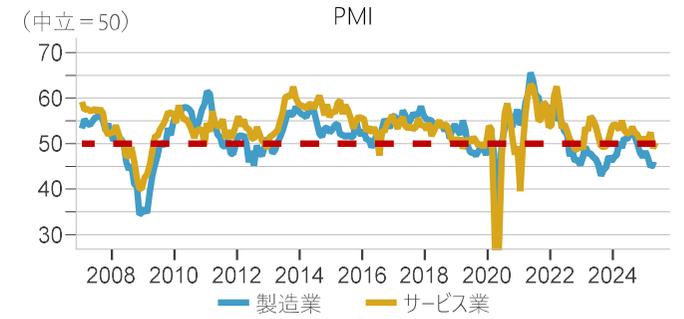
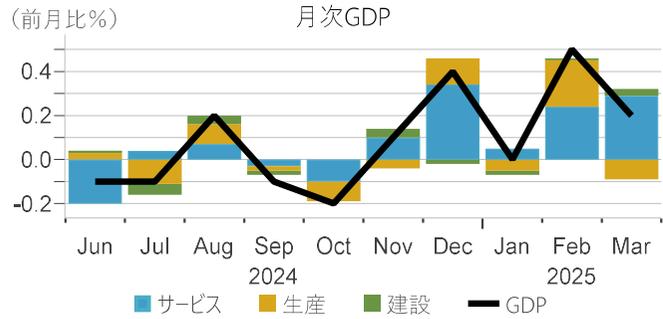


ユーロ、英ポンド、日本円 対ドル3か月ベース



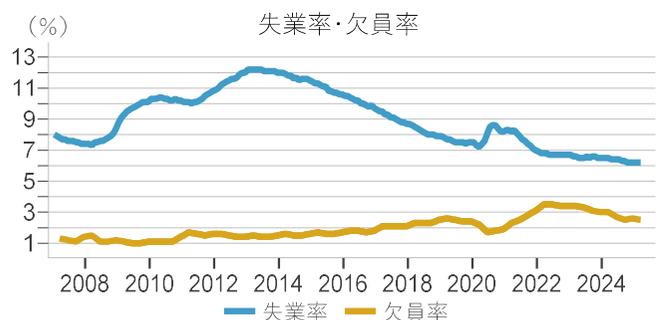
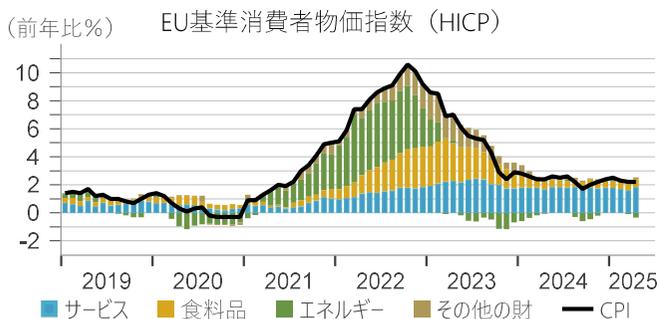
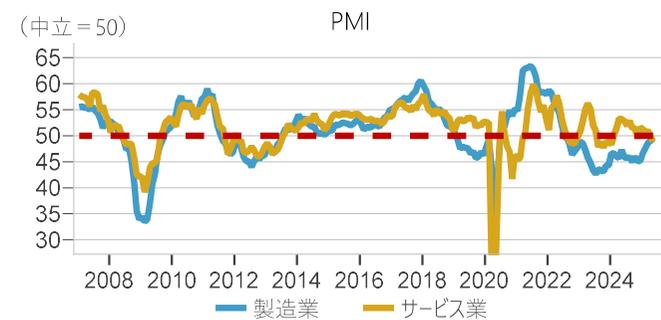
関税を巡る懸念再燃を受けて、流動性やドル調達環境に異常が見られないかは今後、注視していく必要がある。

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 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)



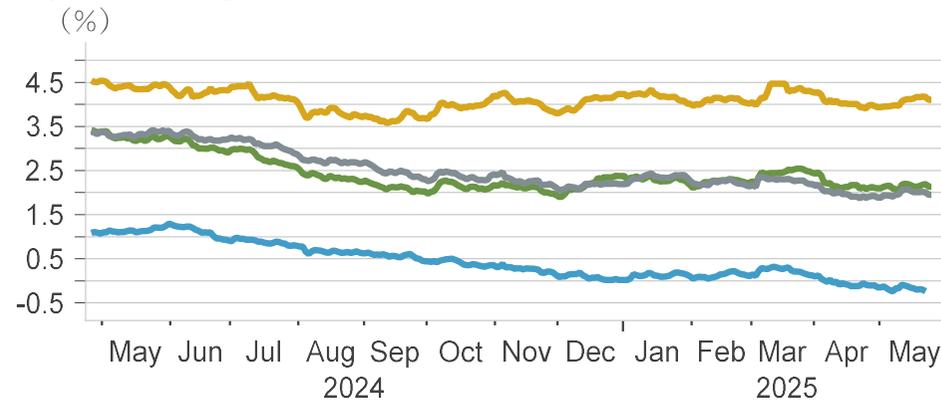
ルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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



— CHF — NOK — SEK — EUR

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]@mhcbceurope.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.