欧州G10通貨週報

2025年9月1日

みずほ銀行
みずほインターナショナル
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

直近の主な動き一覧（1/4）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
英国・ユーロ圏経済	**ユーロ圏8月PMI**は3か月連続で中立水準を上回る。英国も上昇。（8月21日）	ユーロ圏では総合PMIが51.1と3か月連続で拡大圏を維持し、製造業PMIが3年ぶりに50を超えて回復基調を示した一方、サービス業はやや減速した。英国では総合PMIが53.0と1年ぶりの高水準で、サービス業（53.6）が成長を牽引する一方、製造業（47.3）は縮小が続いた。
英国経済	**6月英国GDP**は前月比+0.4%増と3か月ぶりのプラス成長に（8月14日）	2025年4-6月期でも前期比+0.3%と市場予想及びイングランド銀行（BOE）予想の同+0.1%を上回った。もっとも、四半期の需要項目別データを見る限り押し上げはもっぱら政府支出増によるものであり、見た目ほどには強くない内容。もっとも、労働党政権による一連の増税にも関わらず英国経済が持ちこたえていることを改めて示す結果であり、BOEの利下げ継続判断を一段と難しいものとすると見られる。
英国経済	**英国の7月CPI**は前年同月比+3.8%と6月の同+3.6%から予想外の加速（8月20日）	食料及び非アルコール飲料の価格の伸びは前年比+4.9%と6月の同+4.5%から急加速。とりわけ牛肉は前年比+24%と急騰、コーヒーやバター、チョコレートといった生活必需品の価格上昇率も20%に近い。7月CPI全体の加速は、レストラン・ホテル台の高騰といった一時的な要因も指摘されているものの（オアシスの復活公演の影響の可能性）、インフレ期待に非常に重大な影響を及ぼしかねない食料品価格の高騰は、イングランド銀行にとって重大な懸念材料となる。

注：赤字は後続スライド参照。

直近の主な動き一覧（2/4）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
ユーロ圏経済	**2025年4-6月期のユーロ圏妥結賃金**は前年比+4.0%と1-3月期の+2.5%から加速。（8月22日）	前年のインフレー時金支払いの影響で1～3月期の伸びが低下していた反動が出たもの。先行指標となる求人広告賃金や、ECBが2023年12月に導入した賃金トラッカーは、鈍化傾向が鮮明となっている。
ユーロ圏経済	米国とEUは7月末の政治合意を踏まえた共同声明を発表。（8月21日）	EUから米国への輸出品に対する関税率を一律15%に設定。欧州自動車工業会（ACEA）は、関税引き下げを歓迎しつつ、米国製品への関税撤廃の早期実現を求めている。航空機部品やジェネリック医薬品など一部品目には最恵国待遇税率が適用される一方、鉄鋼・アルミニウムには50%もの高関税が維持された。また、ワインや蒸留酒は関税除外対象とならず、業界団体は失望を表明している。一方、EUは2028年までに米国へ6,000億ドルの投資を行い、7,500億ドル相当のエネルギー資源を購入する計画を表明した。
ユーロ圏経済	**ドイツの8月ZEW景気期待指数**は前月の52.7から34.7へと急落。（8月12日）	ZEWのバンバッハ所長は、「米国との貿易協定に対する失望が広がっており、特に金融市場の専門家からは懸念の声が強い」とコメントしている。米-EUは7月末に関税交渉で妥結したが、トランプ米大統領がEUからのほぼすべての輸入品に15%の関税を課すと発表したことや、EUから米国への巨額の投資が約束されたことなどが嫌気された。

注：赤字は後続スライド参照。

直近の主な動き一覧（3/4）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
ユーロ圏経済	**ドイツ8月IFO期待指数**は91.6と2022年以来の高水準に（8月25日）	7月の90.8（改定値）から上昇。EUと米国の貿易合意を受け、関税引き上げへの批判もあるものの、インフラ整備や軍備再編を目的とした財政パッケージへの期待が勝ったものと見られる。もっとも、現状指数はわずかながら前月比で低下しており、足元のドイツ経済の回復は依然として弱いことが示唆されている。
フランス政治	**フランスのバイルー首相**が9月8日に内閣信任投票を行う意向を表明。（8月25日）	7月中旬に予算計画が公表された時点で、秋ごろには内閣不信任案が野党から出される可能性は市場でも意識されていたが、バイルー氏が虚を突く形で、自ら信任投票に打ってでたことは市場でもサプライズとして受け止められている。もっとも、バイルー内閣が倒れたとしても、マクロン大統領は新首相を任命することで乗り切るのではないかという見方もあり、現状、ユーロドルなど債券市場以外への波及は限定的。ただ、前回の総選挙から1年が過ぎたことで、マクロン大統領は解散総選挙を選択することも可能であり、その場合は極右ないし極左政権の誕生と財政支出拡大、EUとの関係悪化などが意識され、フランスとドイツのスプレッドが一段と拡大し、ユーロ相場にも影響を及ぼすリスクが高まる。

注：赤字は後続スライド参照。

直近の主な動き一覧（4/4）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
スウェーデン 金融政策	スウェーデン国立銀行は政策金利を2.00%と中立金利で維持。（8月20日）	声明文では「スウェーデン国立銀行は、25年に幾分、追加利下げの可能性があると考えている。」として、25年9～12月の間に追加利下げもあり得るとの姿勢を残した。
ノルウェー 金融政策	ノルウェー中央銀行は8月14日に政策金利を4.25%で据え置き。（8月14日）	年内の追加緩和方針を改めて示す。ノルウェー中央銀行は6月に予想外の利下げを実施していた。OIS市場では8月末時点で、9月会合での25bpの追加利下げが約8割の確率で織り込まれている。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「クルーズ船の旅行で実感するユーロの恩恵」

先週は休みをいただき、東地中海をまわるクルーズ船の旅行に家族で行ってきました。こちらに来てからクルーズ船は2回目なのですが、3食付きで、宿泊先を探したり移動手段を考える手間も無く、リーズナブルに様々な国・都市をまわることができる点が気に入っています。

地域に及ぼす経済効果も大きなものがあります。クルーズ船は3,000～4,000人もの乗客が収容可能なまさに「移動するホテル」であり、いわば「マンション群」や「団地」が海上を動いているようなイメージになります。例えば、2024年のイタリアへの入国者数（観光客）は約6,848万人で、そのうち約20％にあたる1,380万人がクルーズ船乗客でした。

クルーズ船で欧州の国をまわると、統一通貨の利便性を実感します。寄港地ごとに、現地の通貨を用意しなければならないとなると、為替手数料がかかりますし、使わないで残ってしまう紙幣や硬貨が多くでてしまいます。私の部屋の棚には過去に出張や旅行で行ったときに両替したトルコリラ、ブラジルレアル、アルゼンチンペソ、ロシアルーブルといった紙幣がありますが、この数年で価値が大きく目減りしてしまいました。現在も出張で行くことのあるトルコはともかく、ロシアに行く機会はしばらく無いでしょうし、言ってみれば紙切れになってしまった印象は否めません。しかし、ユーロであればまたすぐに使う機会もあるでしょうし、価値貯蔵の観点からも安心して持つことができます。

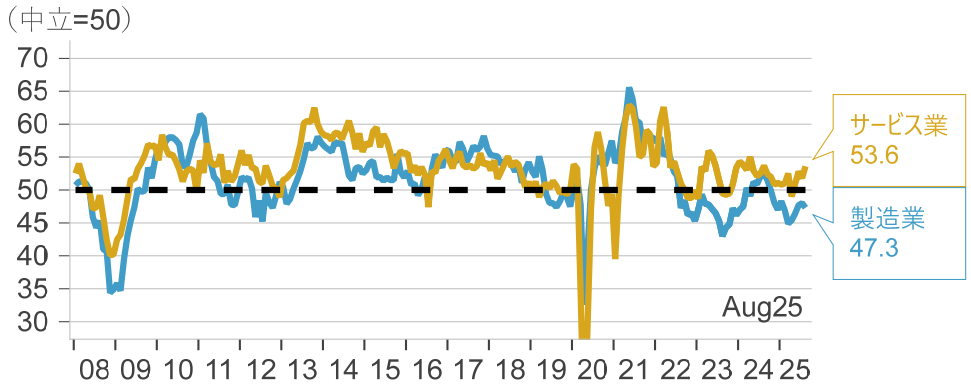
今回のクルーズ旅行では、これまでぜひ行きたかった国の一つ、クロアチアに寄ることができましたが、同国は2023年1月にユーロを導入して以降、観光収入が着実に増加しています。2022年の13.1億ユーロから2023年には14.6億ユーロ、2024年には15.0億ユーロとなりました。コロナ後の世界的な観光ブームも追い風になったと考えられますが、統一通貨の導入により、ユーロ圏からの観光客にとって、両替不要で支払いが簡便になり、消費意欲が高まったことも追い風になっていると考えられます。

また、ユーロの導入によって、各国の物価を直接比較できることも、物価水準の低い国にとっては観光客向けの重要なアピール材料となります。今回回ったイタリア、クロアチア、ギリシャの寄港地のうち、圧倒的にギリシャの都市の物価が安かったのが印象的でした。ギリシャは近年、財政状況が改善に向かっていますが、観光収入の増加もEU復興基金による投資拡大や、伝統的に強みのある海運業の活況と並び、重要な追い風となっています。

かってノーベル経済学賞受賞者でもあるスティグリッツ教授は、ユーロの制度的欠陥に対して強い批判を展開しました。2016年の著書「ユーロから始まる世界経済の大崩壊」の中では、ユーロ圏の構造問題として「各国の金融政策の自由度が著しく制限されていること」、「EUが緊縮財政路線をとるなかで各国の財政政策が制約されること」、「経済統合に比べて政治的統合が遅れており、危機対応が鈍いこと」の3つを挙げ、ユーロの崩壊の可能性を警告しています。こうした批判は現在も当てはまるものだと思いますが、それでもなお来年からブルガリアが新たにユーロを採用するなど、課題を抱えながらもユーロ圏が拡大を続けているのは、人の行き来の自由化の最たるものである観光業の活況も貢献しているのではないかと感じます。

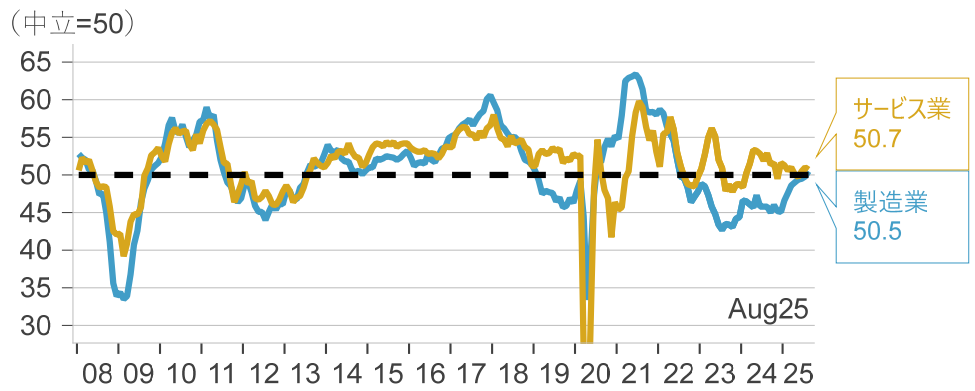
ユーロ圏8月PMIは3か月連続で中立水準を上回る。英国も上昇。（8月21日）

英国



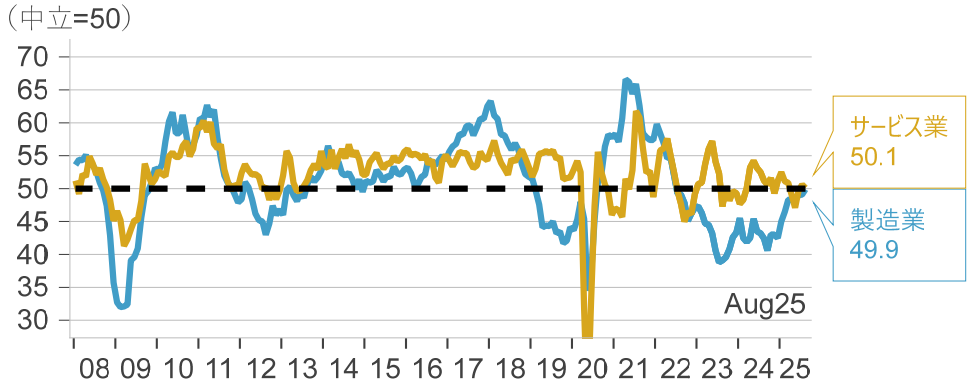
（出所：S&P Global、マクロボンド、みずほ）

ユーロ圏



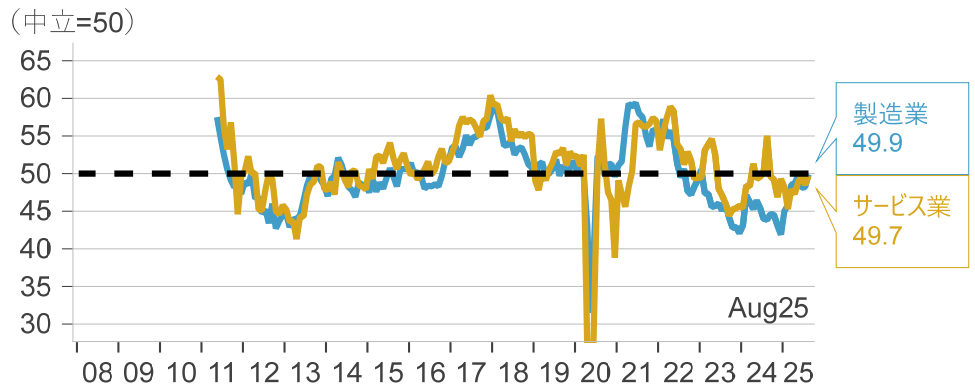
（出所：S&P Global、マクロボンド、みずほ）

ドイツ



（出所：S&P Global、マクロボンド、みずほ）

フランス

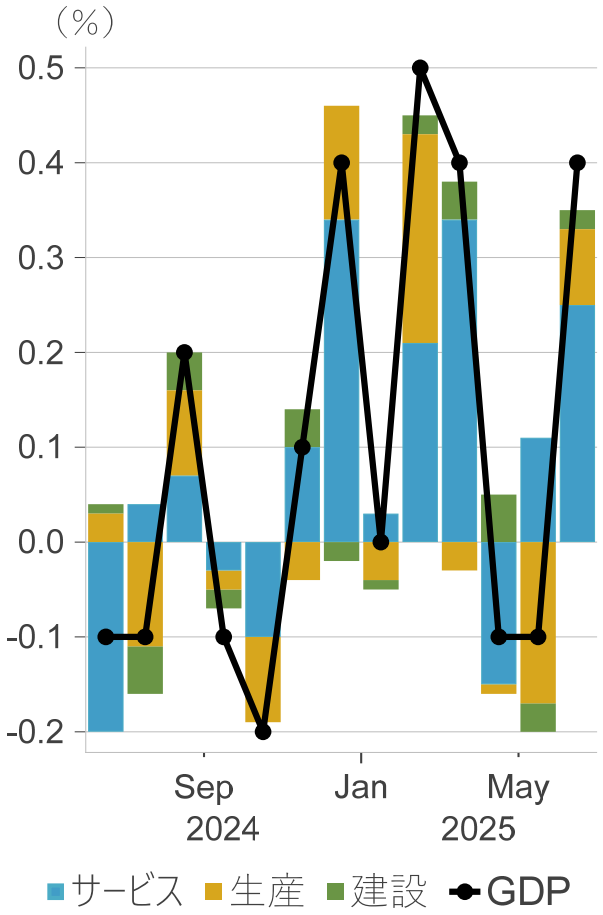


（出所：S&P Global、マクロボンド、みずほ）

ユーロ圏では総合PMIが51.1と3か月連続で拡大圏を維持し、製造業PMIが3年ぶりに50を超えて回復基調を示した一方、サービス業はやや減速した。新規受注や雇用は改善したが、米国関税の影響懸念で企業信頼感は低下している。英国では総合PMIが53.0と1年ぶりの高水準で、サービス業（53.6）が成長を牽引する一方、製造業（47.3）は縮小が続いた。サービス業の強さは需要回復と企業の楽観的見通しによるものだが、労働コスト上昇でインフレ圧力が再び意識されている。

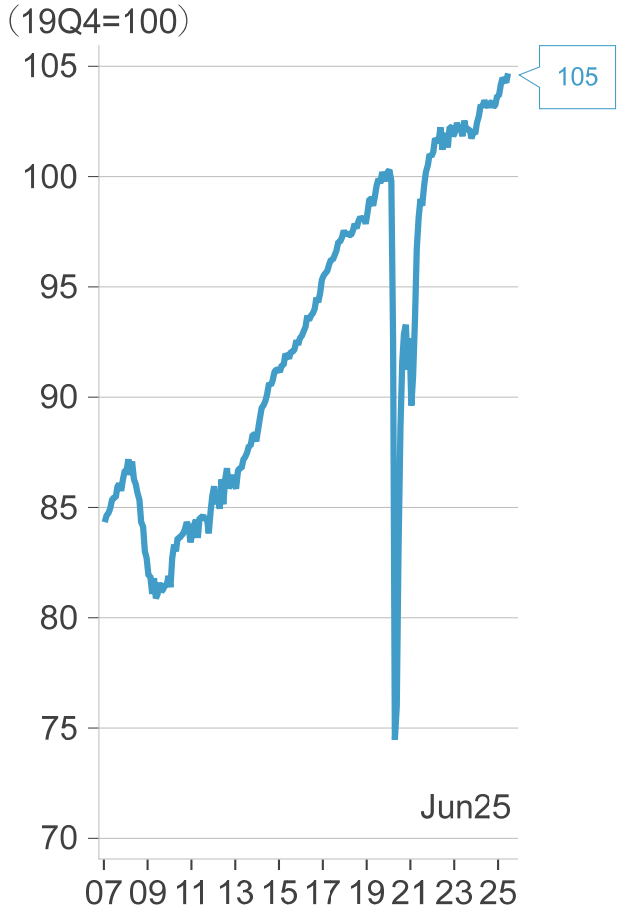
6月英国GDPは前月比+0.4％増と3か月ぶりのプラス成長に（8月14日）

英国　月次GDP　セクター別寄与度



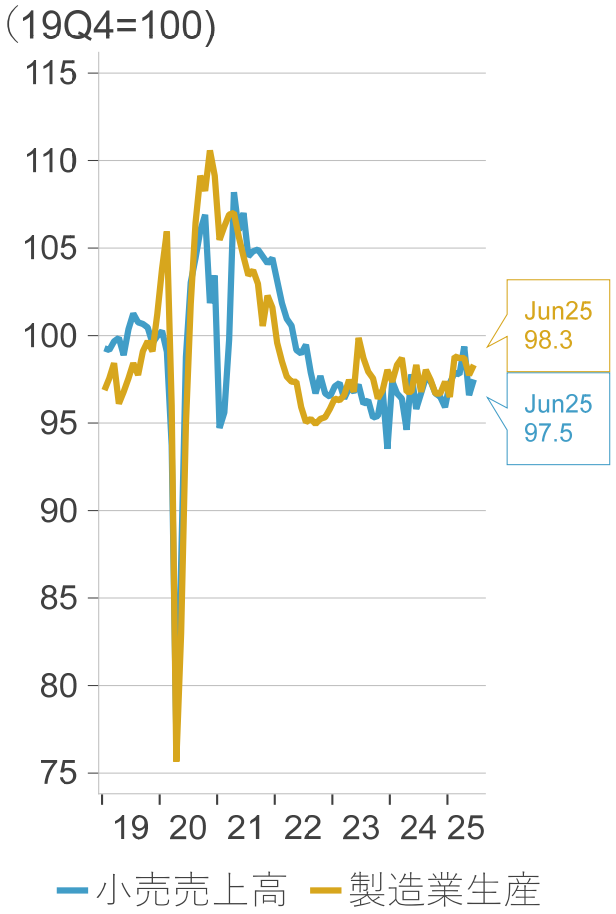
（出所：ONS、マクロボンド、みずほ）

2019年末を100とした推移



（出所：ONS、マクロボンド、みずほ）

小売売上高・製造業生産

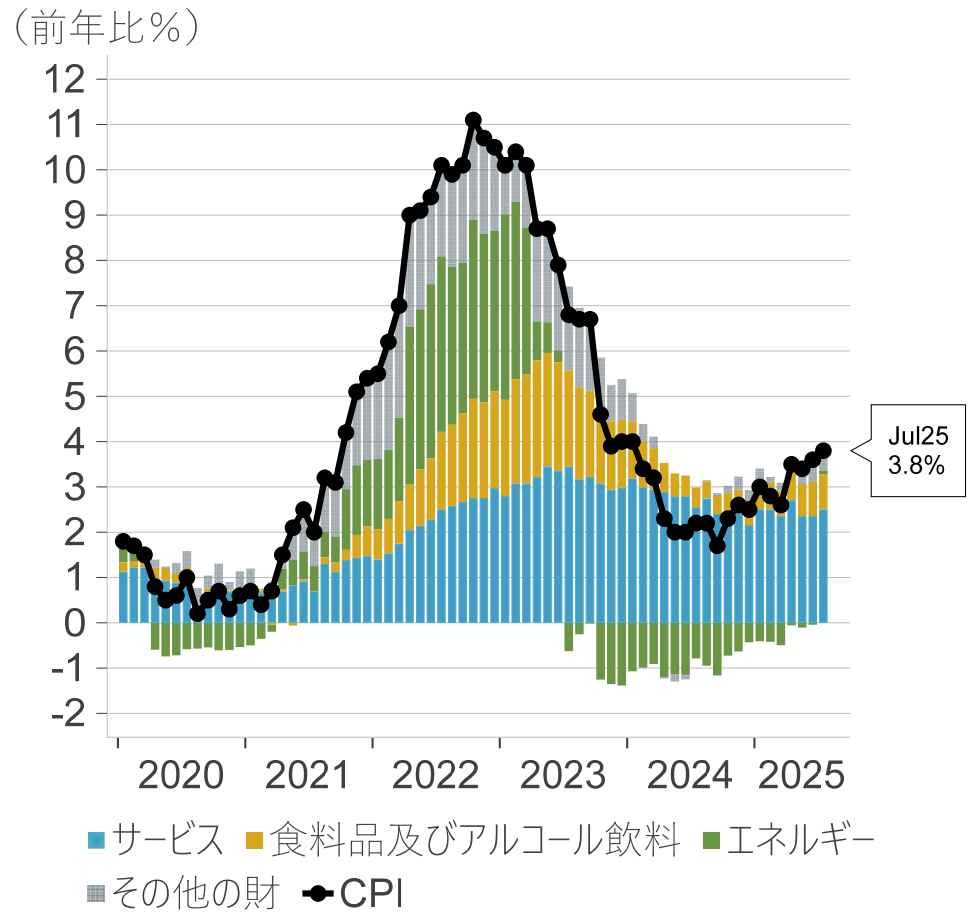


（出所：ONS、マクロボンド、みずほ）

2025年4-6月期でも前期比+0.3％と市場予想及びイングランド銀行（BOE）予想の同+0.1％を上回った。もっとも、四半期の需要項目別データを見る限り押し上げはもっぱら政府支出増によるものであり、見た目ほどには強くない内容。もっとも、労働党政権による一連の増税にも関わらず英国経済が持ちこたえていることを改めて示す結果であり、BOEの利下げ継続判断を一段と難しいものとすると見られる。

英国の7月CPIは前年同月比+3.8%と6月の同+3.6%から予想外の加速（8月20日）

英国　消費者物価指数（CPI）伸び率　要因分解



（出所：英国家統計局（ONS）、マクロボンド、みずほ）

英国　CPI伸び率　カテゴリー別

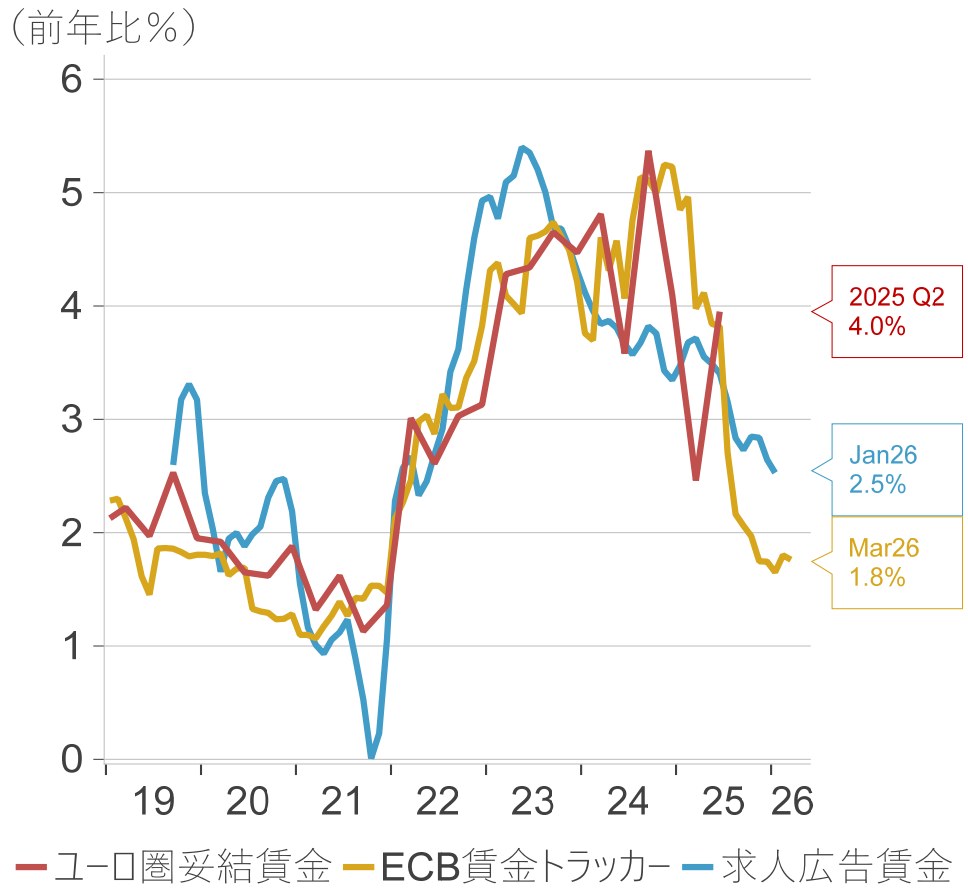
	ウェイト	Apr25	May25	Jun25	Jul25
総合	100.0	3.5	3.4	3.6	3.8
食料及び非アルコール飲料	11.3	3.4	4.4	4.5	4.9
アルコール飲料及びたばこ	3.9	5.7	5.4	6.4	5.7
被服及び履物	6.0	-0.4	-0.3	0.5	0.3
住宅・住宅サービス	12.8	7.8	7.7	7.5	7.4
家具・家事用品	5.8	-0.5	0.8	0.9	0.7
保険医療	2.8	4.3	4.5	4.4	3.5
交通	13.2	3.3	0.7	1.7	3.2
通信	2.4	5.8	4.5	4.9	6.1
娯楽	14.9	3.1	3.2	3.3	3.4
教育	3.2	7.5	7.5	7.5	7.5
レストラン・ホテル	13.7	2.7	2.8	2.6	3.4
その他財・サービス	10.0	2.5	2.8	2.7	2.2
【財・サービス分類】　財	49.9	1.7	2.0	2.4	2.7
食料・アルコール飲料・たばこ	15.1	4.0	4.7	5.0	5.1
エネルギー	6.2	-0.9	-1.7	-0.7	1.4
【財・サービス分類】　サービス	50.1	5.4	4.7	4.7	5.0
コアCPI	78.7	3.8	3.5	3.7	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）、マクロボンド、みずほ）

食料及び非アルコール飲料の価格の伸びは前年比+4.9%と6月の同+4.5%から急加速。とりわけ牛肉は前年比+24%と急騰、コーヒーやバター、チョコレートといった生活必需品の価格上昇率も20%に近い。7月CPI全体の加速は、レストラン・ホテル台の高騰といった一時的な要因も指摘されているものの（オアシスの復活公演の影響の可能性）、インフレ期待に非常に重大な影響を及ぼしかねない食料品価格の高騰は、イングランド銀行にとって重大な懸念材料となる。

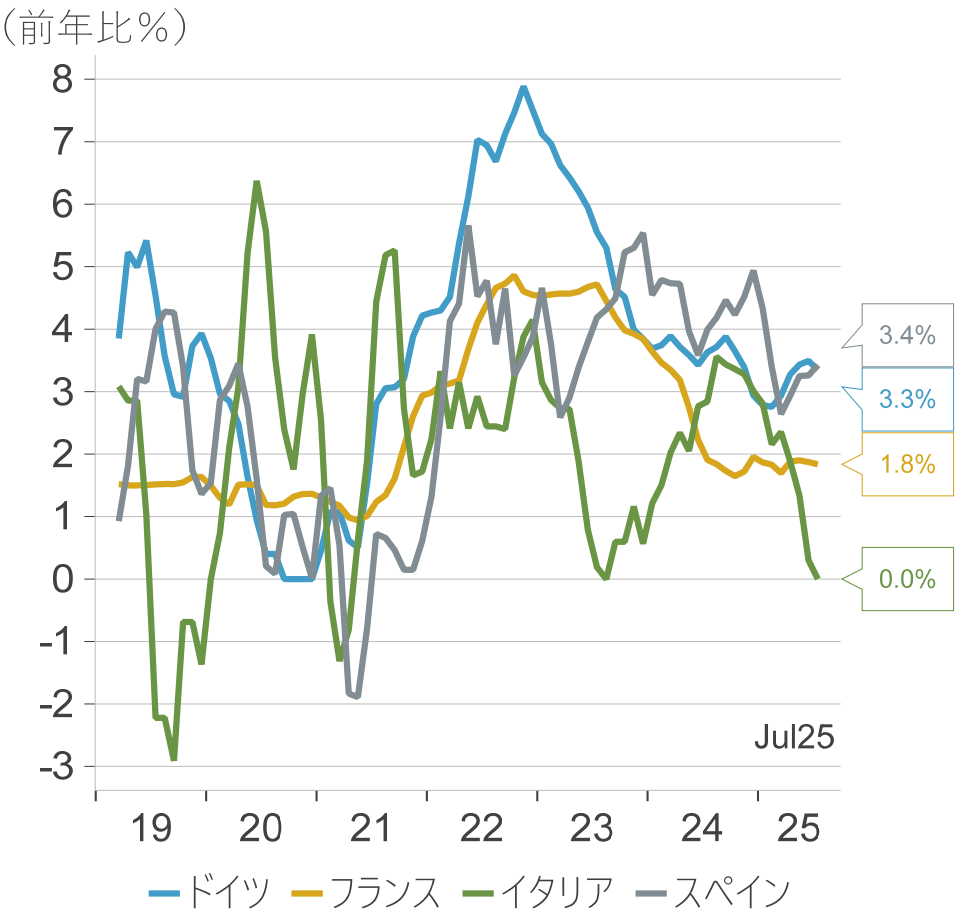
2025年4-6月期のユーロ圏妥結賃金は前年比+4.0%と1-3月期の+2.5%から加速。（8月22日）

ユーロ圏妥結賃金とIndeed求人広告賃金



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、マクロボンド、みずほ）

Indeed求人広告賃金（国ごと）

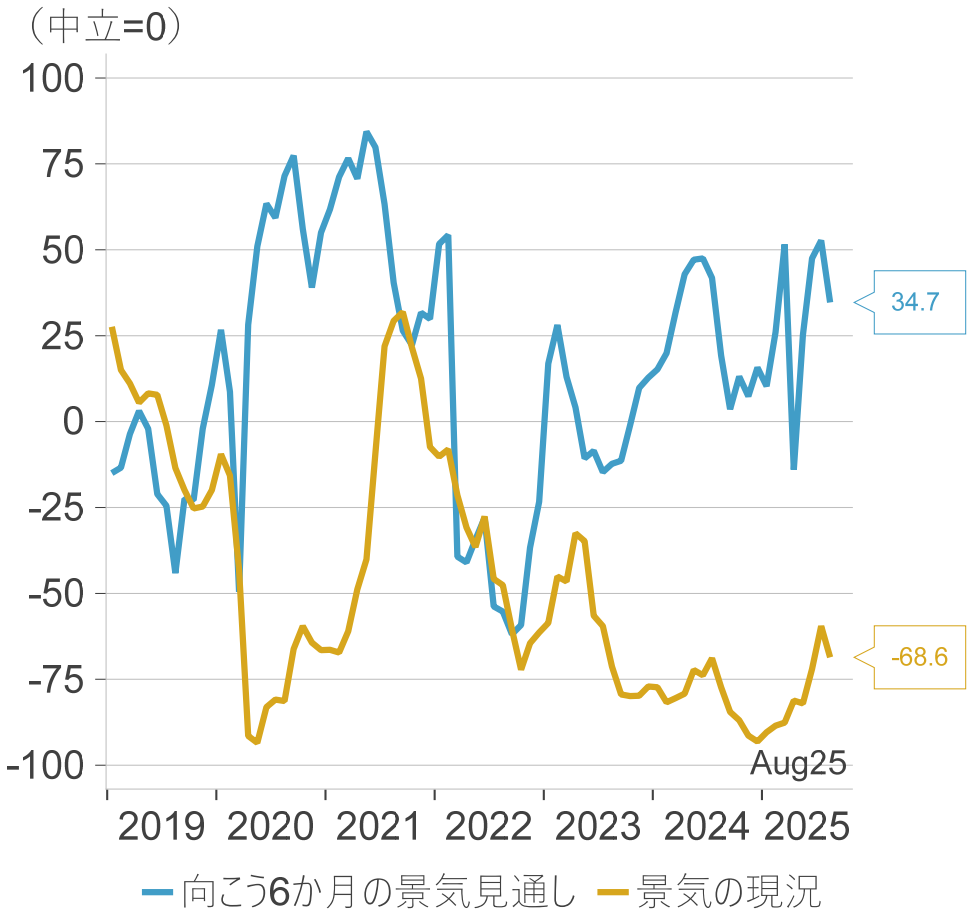


（出所：インディード、マクロボンド、みずほ）

前年のインフレ一時金支払いの影響で1～3月期の伸びが低下していた反動が出たもの。先行指標となる求人広告賃金や、ECBが2023年12月に導入した賃金トラッカーは、鈍化傾向が鮮明となっている。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。

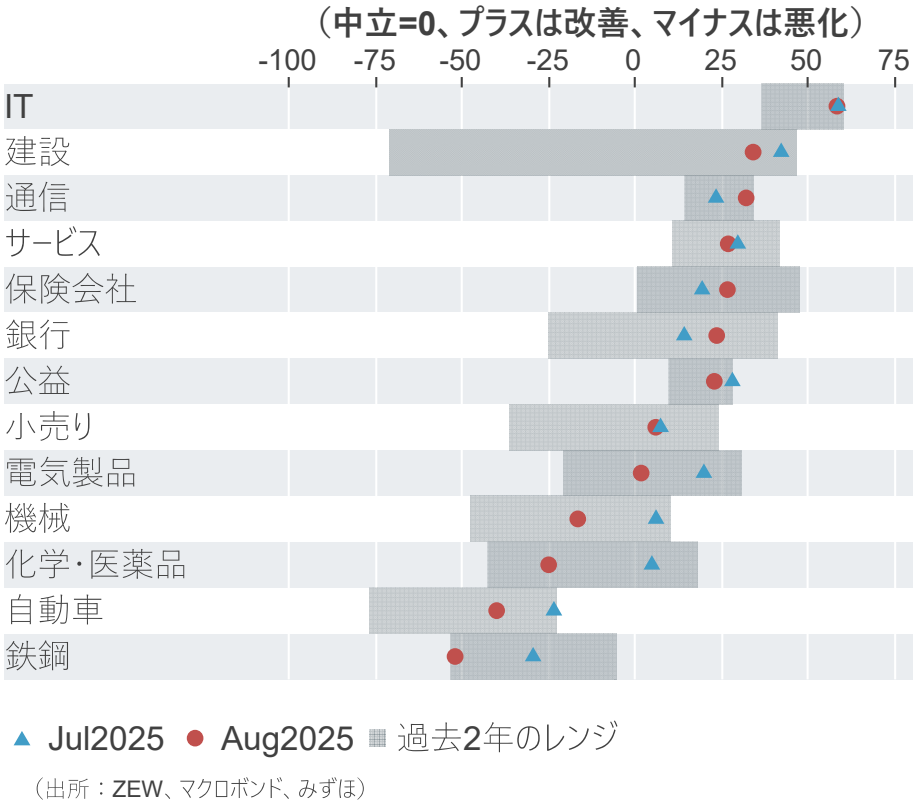
ドイツの8月ZEW景気期待指数は前月の52.7から34.7へと急落。（8月12日）

ZEW景気期待指数・現況指数



（出所：ZEW、マクロボンド、みずほ）

現況指数・セクターごとの動き

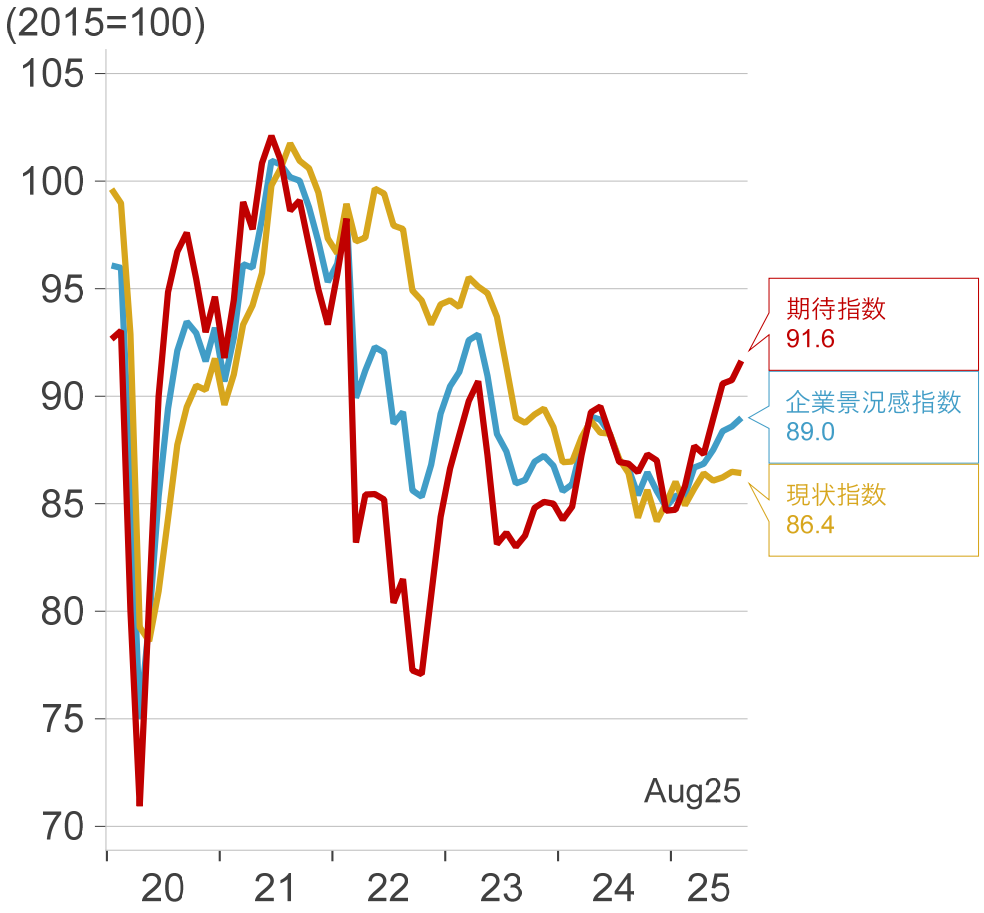


（出所：ZEW、マクロボンド、みずほ）

ZEWのバンバッハ所長は、「米国との貿易協定に対する失望が広がっており、特に金融市場の専門家からは懸念の声が強い」とコメントしている。米-EUは7月末に関税交渉で妥結したが、トランプ米大統領がEUからのほぼすべての輸入品に15%の関税を課すと発表したことや、EUから米国への巨額の投資が約束されたことなどが嫌気された。

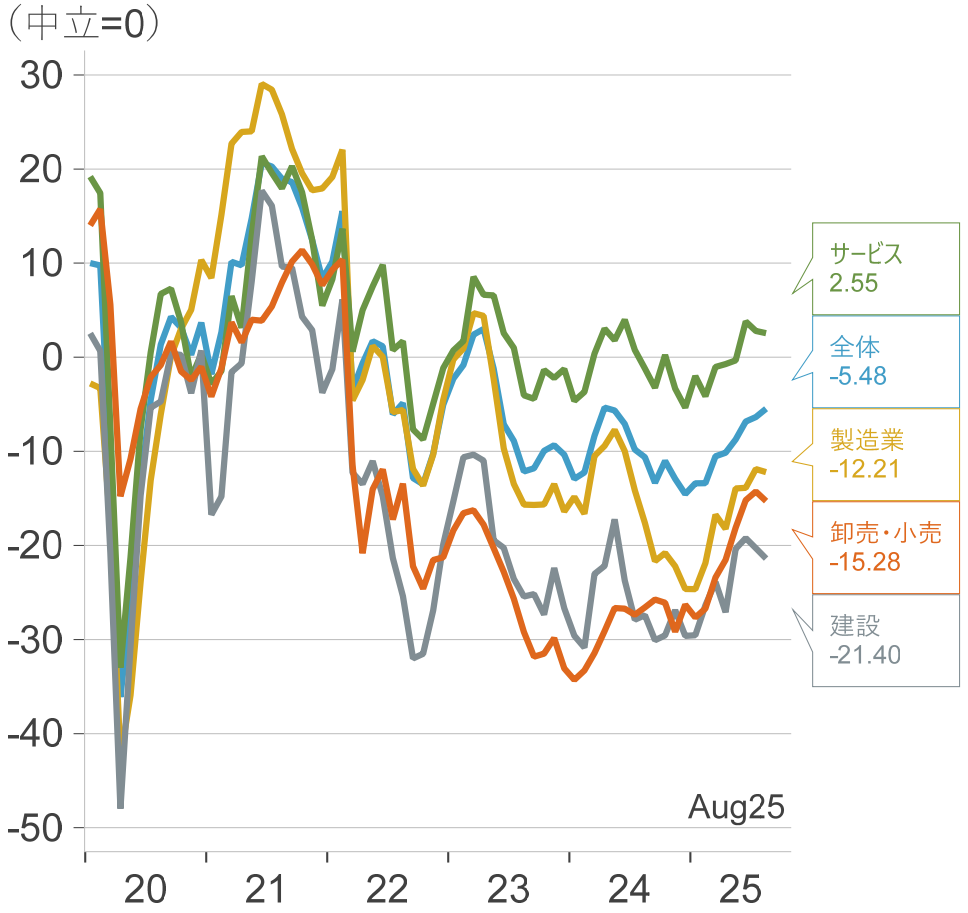
ドイツ8月IFO期待指数は91.6と2022年以来の高水準に（8月25日）

ドイツ　IFO企業景況感指数　現状・期待指数



（出所：独IFO研究所、マクロボンド、みずほ）

ドイツ　IFO企業景況観指数　セクター別

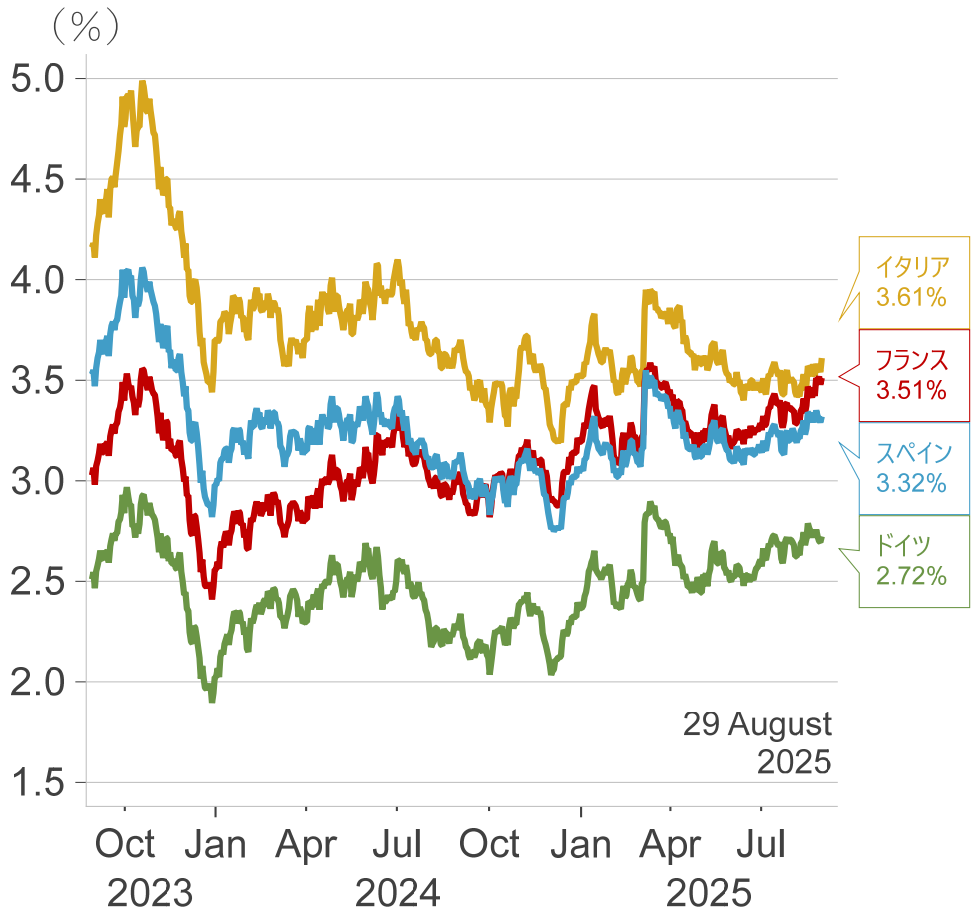


（出所：独IFO研究所、マクロボンド、みずほ）

7月の90.8（改定値）から上昇。EUと米国の貿易合意を受け、関税引き上げへの批判もあるものの、インフラ整備や軍備再編を目的とした財政パッケージへの期待が勝ったものと見られる。もっとも、現状指数はわずかながら前月比で低下しており、足元のドイツ経済の回復は依然として弱いことが示唆されている。

政治リスクが国債利回りを押し上げ：フランス債の“スペイン超え”が示す市場の懸念

ユーロ圏主要4か国　10年国債利回り



（出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ）

フランス政治情勢

2024年6月30日・7月7日	国民議会総選挙。極右政党・国民連合（RN）が第1党となるも、単独過半数は得られず。左派連合「新民衆戦線（NFP）」が第2党、マクロン大統領支持の中道与党は第3党に転落。
2024年9月9日	穏健右派「共和党」出身のミシェル・バルニエ氏が首相に就任。
2024年12月2日	2025年度予算案を議会採決なしで強行採択。
2024年12月5日	内閣不信任案可決を受けバルニエ首相辞任。
2024年12月13日	中道「民主運動（MoDem）」党首のフランソワ・バイルー氏が首相に任命。
2025年2月10日	2025年度予算成立。内閣不信任案は否決され、バイルー政権は当面の安定を確保
2025年3月31日	RNの最高実力者ルペン氏に対し不正給与受給疑惑裁判で有罪判決。2027年大統領選への出馬が不可能となる可能性。
2025年7月15日	バイルー内閣が財政健全化のために2日分の祝日の削減を含む予算計画を発表。
2025年8月25日	バイルー首相が9月8日に内閣信任投票を実施すると表明。

マクロン大統領が2024年6月9日に議会を解散し、6月末から7月にかけて行われた総選挙で議会が左派・マクロン派、右派の3つに割れて以降、フランスの政治情勢は定期的に欧州金融市場の火種となり続けている。直近では、バイルー首相が2025年8月25日に記者会見を開き、9月8日に内閣信任投票を実施すると発表したことが引き金となり、フランス国債利回りが急上昇。スペインのみならずイタリア国債とも逆転しかねない状況に。

一段と流動化しつつあるフランスの政治情勢

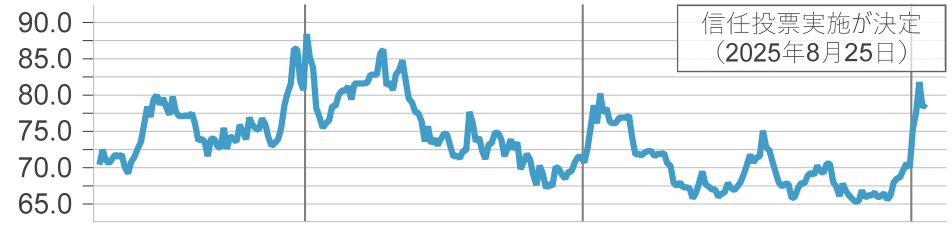
シナリオごとのフランス・ドイツ10年債スプレッドの想定

シナリオ	確率	市場影響	10年フランス・ドイツスプレッド
新首相任命（ベイルー路線継続）	70%	一時的な安心感も、予算合意難でスプレッド拡大	75–85bp
総選挙実施	20%	スプレッド85–90bpへ拡大、イタリア国債の利回りを超える可能性も	85–90bp
大統領選挙実施	5%	スプレッド急拡大、最大100bp。ただし、テールリスクの位置づけ。	90–100bp
信任投票可決	5%	スプレッドは5-10bpへ縮小。ただし、バイルー首相の勝算は低い。	～70bp

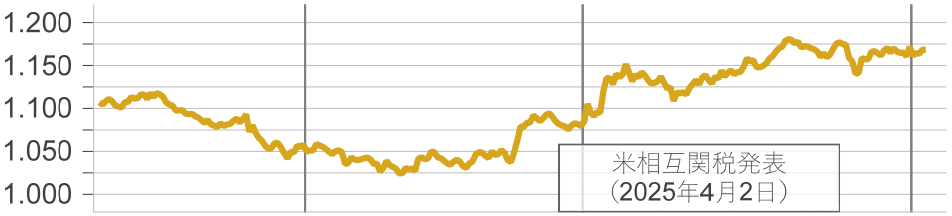
注：上3つがバイルー首相が辞任した場合のシナリオとなる。4つ目のシナリオのみ、バイルー首相が信任投票を切り抜けて続投するケース。
（出所：みずほEMEA）

フランス金融市場の動向

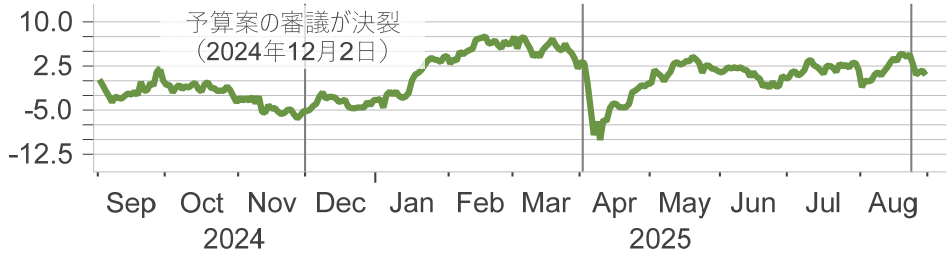
フランス－ドイツ　10年国債スプレッド



ユーロドル相場



フランスCAC40株価指数　年間騰落率



（出所：マクロボンド、みずほ）

7月中旬に予算計画が公表された時点で、秋ごろには内閣不信任案が野党から出される可能性は市場でも意識されていたが、バイルー氏が虚を突く形で、自ら信任投票に打ってでたことは市場でもサプライズとして受け止められている。もっとも、バイルー内閣が倒れたとしても、マクロン大統領は新首相を任命することで乗り切るのではないかという見方もあり、現状、ユーロドルなど債券市場以外への波及は限定的。ただ、前回の総選挙から1年が過ぎたことで、マクロン大統領は解散総選挙を選択することも可能であり、その場合は極右ないし極左政権の誕生と財政支出拡大、EUとの関係悪化などが意識され、フランスとドイツのスプレッドが一段と拡大し、ユーロ相場にも影響を及ぼすリスクが高まる。

いずれにせよ、フランス政府が債務増大に歯止めをかけることは困難な情勢に

ユーロ圏主要4か国　格付け比較

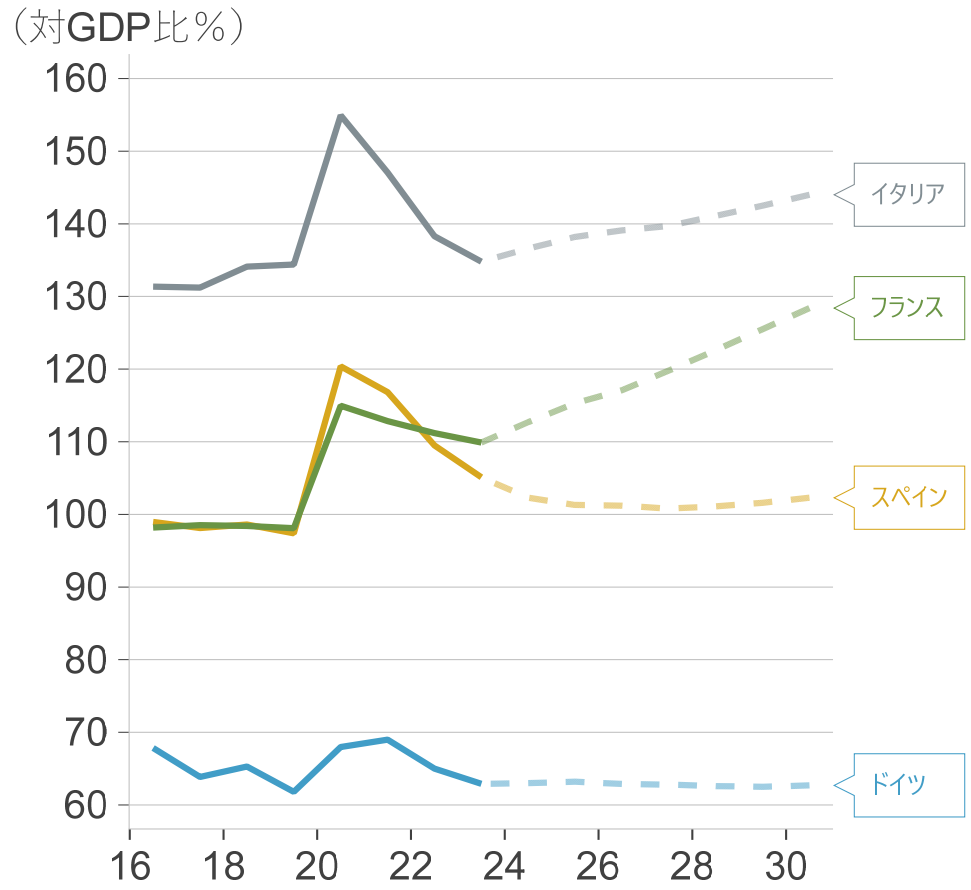
	Moody's	S&P	Fitch
ドイツ	Aaa	AAA	AAA
フランス	Aa3	AA-	AA-
スペイン	Baa1	A	A-
イタリア	Baa3	BBB+	BBB

注：2025年8月28日時点。これらの格付けは日本では無登録格付けとなる。
出所：ブルームバーグ、みずほ

今後のフランス国債に関する格付けレビュー予定

Fitch（AA−、見通し：ネガティブ）：　2025年9月12日
Moody's（Aa3、見通し：安定的）：　2025年10月24日
S&P（AA-、見通し：ネガティブ）：　2025年11月28日

ユーロ圏主要4か国　政府総債務対GDP比率の推移



注：予測値（点線）は欧州委員会による2025年5月時点のもの。
（出所；欧州委員会、マクロボンド、みずほ）

フランス国債が格付け会社2社以上から「シングルA」に格下げされれば、FTSE世界国債インデックスなど主要債券指数において除外基準に近づくことになり、インデックス連動型ファンドによるウェイト調整や売却圧力が高まる可能性がある。フランスに限らず、ユーロ圏では防衛支出増大などが、国債の供給増につながるという観測は根強い。

欧州G10通貨中期見通し（2025年8月29日時点）

	Spot	2025		2026		
		Sep	Dec	Mar	Jun	Sep
VS USD						
EUR/USD	1.17	1.16	1.18	1.18	1.16	1.15
GBP/USD	1.35	1.35	1.37	1.37	1.38	1.38
USD/CHF	0.80	0.82	0.81	0.81	0.83	0.84
USD/NOK	10.1	10.1	9.8	9.7	9.8	9.8
USD/SEK	9.5	9.4	9.2	9.2	9.2	9.2
VS EUR						
EUR/GBP	0.87	0.86	0.86	0.86	0.84	0.83
EUR/CHF	0.94	0.95	0.95	0.96	0.96	0.97
EUR/NOK	11.74	11.7	11.6	11.5	11.4	11.3
EUR/SEK	11.06	10.9	10.9	10.8	10.7	10.6
VS JPY						
EUR/JPY	171.8	171	172	171	171	171
GBP/JPY	198.1	198	200	199	203	206
CHF/JPY	183.5	179	181	178	178	177
NOK/JPY	14.6	14.6	14.9	14.9	15.0	15.2
SEK/JPY	15.5	15.6	15.8	15.8	15.9	16.2
USD/JPY	147.2	147	146	145	147	149

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8月29日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ）　2025年8月29日時点

英ポンド　史上初のBOE「再投票」のタカ派サプライズ

•8月の英ポンドは、7日のイングランド銀行（BOE）のタカ派サプライズを受けて一時的に反発する場面もあったが、1か月を通してみれば方向感に乏しい展開となった。BOEは政策金利を4.25%から4.00%へ25bp引き下げたが、初の「再投票」が行われた。初回投票では「据え置き」4票、「25bp利下げ」4票、「50bp利下げ」1票（テイラー）という分裂状態となり、テイラー氏が25bp案に切り替えることで最終的に5対4で利下げが決定された 。事前予想では、利下げ支持が圧倒的と見られていたためにこの票割れは大きなタカ派的サプライズとなった。BOEの経済見通し改定もタカ派的な内容となった。2025年のGDP成長率は従来の1.0%から1.25%へと上方修正され、インフレ率（CPI）も2025年9月に4%でピークをつけるという見通しとなり、従来予測の3.7%から引き上げられた。さらに、2026年のCPIは2.0%から2.5%、2027年は1.75%から2.0%へと上方修正されており、インフレの目標達成がより遅れる見通しが示されている。声明文では、インフレ見通しのリスクが「5月時点よりやや上向き」とされ、従来の「二方向」からインフレ方向に傾いたと明記された。

BOEは景気減速懸念と、インフレ高止まりのリスクの間で微妙なかじ取りを迫られている。2025年4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%と市場予想及びBOE予想の同+0.1%を上回ったが、需要項目別データを見る限り押し上げはもっぱら政府支出増によるものであり、見た目ほどには強くない内容である。一方、7月CPIは前年同月比+3.8%と6月の同+3.6%から予想外の加速となった。食料及び非アルコール飲料の価格の伸びは前年比+4.9%と6月の同+4.5%から急加速。とりわけ牛肉は前年比+24%と急騰、コーヒーやバター、チョコレートといった生活必需品の価格上昇率も20%に近い。インフレ期待に非常に重大な影響を及ぼしかねない食料品価格の高騰は、BOEにとって重大な懸念材料となる。

このように、BOEの政策金利の高止まりは多分に「悪い」高金利の側面も強いが、それでも米FRBの利下げ再開が規定路線となりつつあるなかでは、ポンド相場にとっては一定のサポート要因となる公算が大きい。

ユーロ　ECBとFRBの金融政策の方向性の乖離が、ユーロ/ドル相場の支えに。グローバル資金のユーロ圏への流入の兆しも。

•8月のユーロ相場は小幅に上昇した。端的には利下げ停止が既定路線となりつつあるECBと利下げ再開が既定路線となりつつあるFRBの差がそのままユーロ/ドル相場に反映されている状況である。もっとも、各種経済統計を見る限り、域内の経済・金融情勢が盤石というわけではない。予測期間中、断続的にECBによる利下げ再開の必要性が意識され、ユーロ売りが強まる展開にも警戒を怠るべきではない。とはいえ、長期的には「ドル離れ」を念頭に置いた「グローバルな資金ローテーション」という壮大なテーマによってユーロ相場が支えられそうな雰囲気はある。関連統計を見る限り、「ユーロ圏→米国」の投資が巻き戻されていることに加え、「主要国→ユーロ圏」というユーロ圏にとっては新規資金も流入している可能性もある。ユーロ相場が底割れする展開まで想定する必要はないだろう。なお、外交面では米国をNATOやウクライナ戦争に関与させようという欧州外交が今のところ奏功しており、この種の材料を受けてユーロ相場が支えられている雰囲気もある。経済・金融情勢だけではなく、地政学リスクの読み方もユーロ相場の展望には重要な要素となる。。

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8月29日発行）より抜粋。

見通しの概要（スイスフラン、北欧通貨）　2025年8月29日時点

スイスフラン

SNBは9月にマイナス金利を再導入する最初の中央銀行となる可能性

・スイスフランは8月に振れ幅の大きい展開となった。8月1日にトランプ米大統領がスイスからの輸入品に対して39%という高関税を課すことを発表したことを受けて、月初から中旬にかけてフランは対ユーロで約1.5%下落、その後、月末にかけては下落率は0.7%前後まで縮小したが、高関税撤回に向けた打開策はなお描けていない。8月5日から6日にかけてケラーズッター大統領が米国を訪問し、ルビオ国務長官らと交渉を行ったが、トランプ大統領との面会は実現せず、打開策は見いだせないまま帰国することとなった。スイスの対米輸出は全体の約12%程度にとどまり、時計や精密機器など代替の効かない高級品も多いため、米国の高関税によってスイスの巨額の貿易黒字が大幅に減少する可能性は限定的とみられるが、それでも米関税がスイス経済に対して重大なリスク要因であることには違いはないだろう。こうした中、SNBは9月25日に金融政策決定会合を控える。SNBは6月に政策金利を0%まで引き下げたが、経済を巡る不透明感を考慮すれば、マイナス金利再導入の可能性は高まっているとみられる。巨額の貿易黒字などフラン高のファンダメンタルズが根本的に変わったわけではないものの、当面はややフラン安方向に振れる可能性が高まっているとみられる。

ノルウェークローネ

ノルウェー中銀は年内利下げの方針を再度表明

・ノルウェークローネは8月に振れ幅の大きい展開となった。8月29日時点で月間の対ユーロ騰落率は+0.3%と3か月ぶりに反発する見通しだが、ノルウェー中央銀行による6月の予想外の利下げ開始後の失地分を取り戻す状況にはいたっていない。同中銀の金融緩和観測は、先行きもクローネの上値を抑えるものとなりそうだ。同中銀は14日、政策金利を4.25%で据え置く一方、年内の追加緩和方針を改めて示した。OIS市場では8月末時点で、9月会合での25bpの追加利下げが約8割の確率で織り込まれている。

スウェーデンクローナ

リクスバンクは年内追加利下げもありうると示唆も、市場は懐疑的に

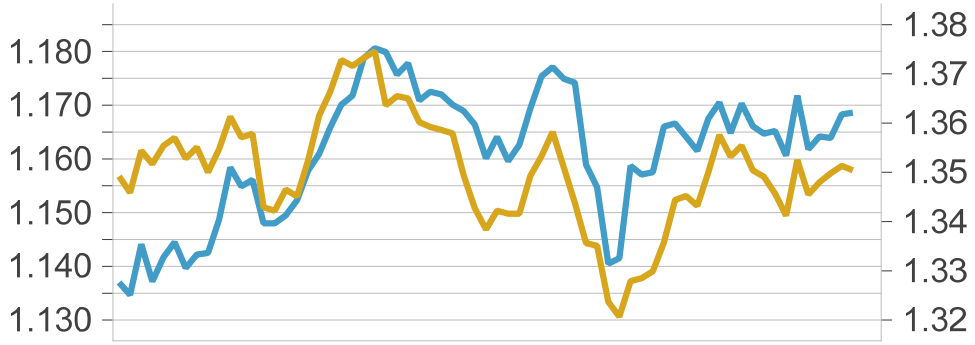
・スウェーデンクローナは8月に対ユーロで約1%反発し、G10通貨の中では最良のパフォーマンスとなった。背景にはスウェーデンの底堅い経済指標発表が続いていることを受けて、リクスバンク（中央銀行）の年内利下げの可能性への懐疑的な見方が広がりつつあることが背景にあるだろう。リクスバンクは8月20日に政策金利を2.00%と中立金利で維持し、声明文では25年9～12月の間に追加利下げもあり得るとの姿勢を残したものの、市場では9月会合での追加利下げの可能性は50%を下回る水準まで低下している。

マーケットデータ
主要経済指標ダッシュボード

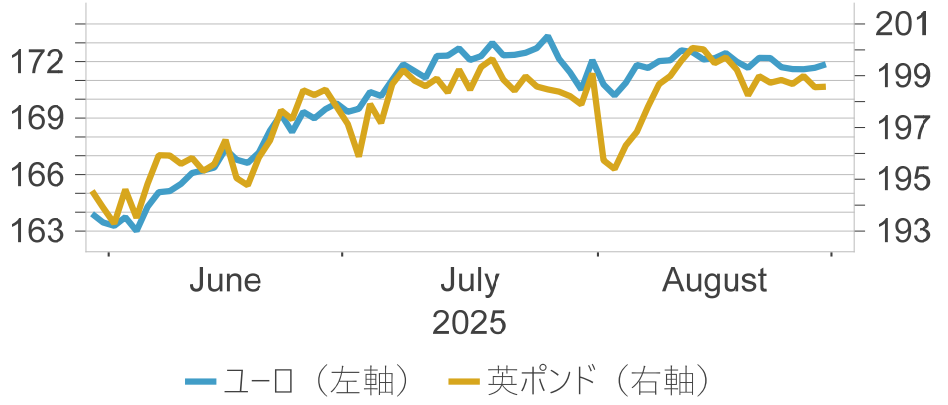
マーケットデータ①　為替市場

ユーロ、ポンドの対ドル、対円レート

【対ドルレート】

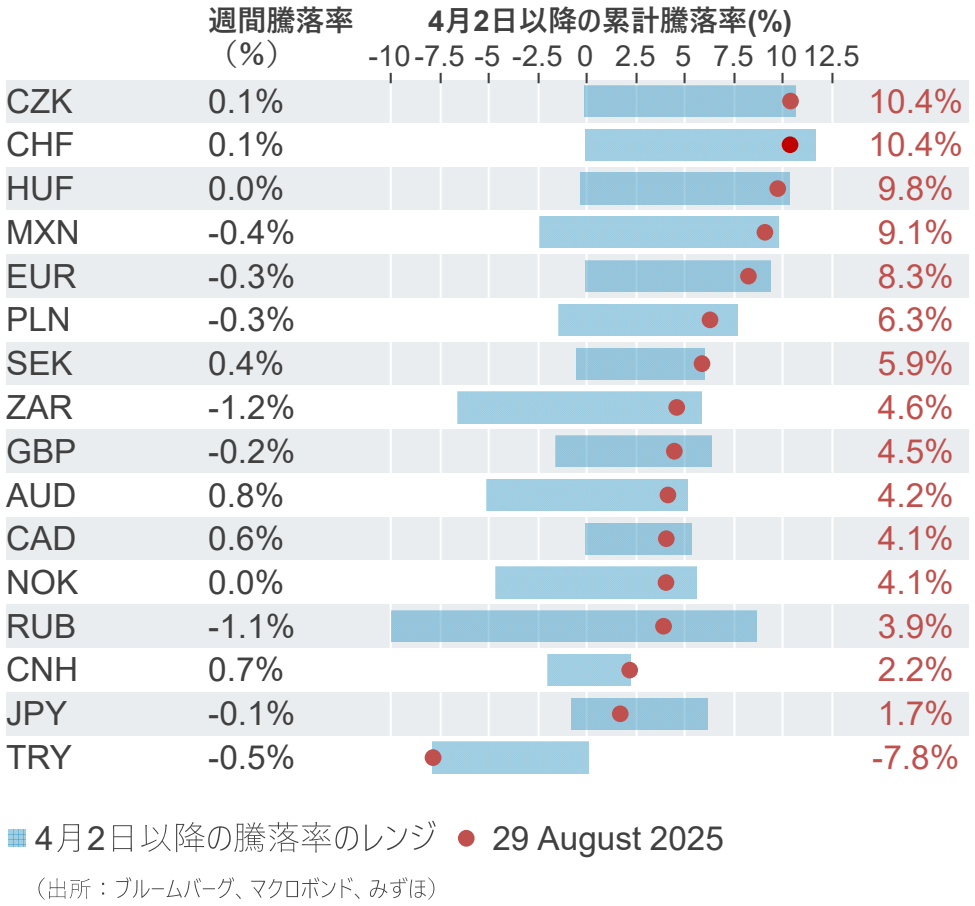


【対円レート】



Data as of 29 August 2025
（出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ）

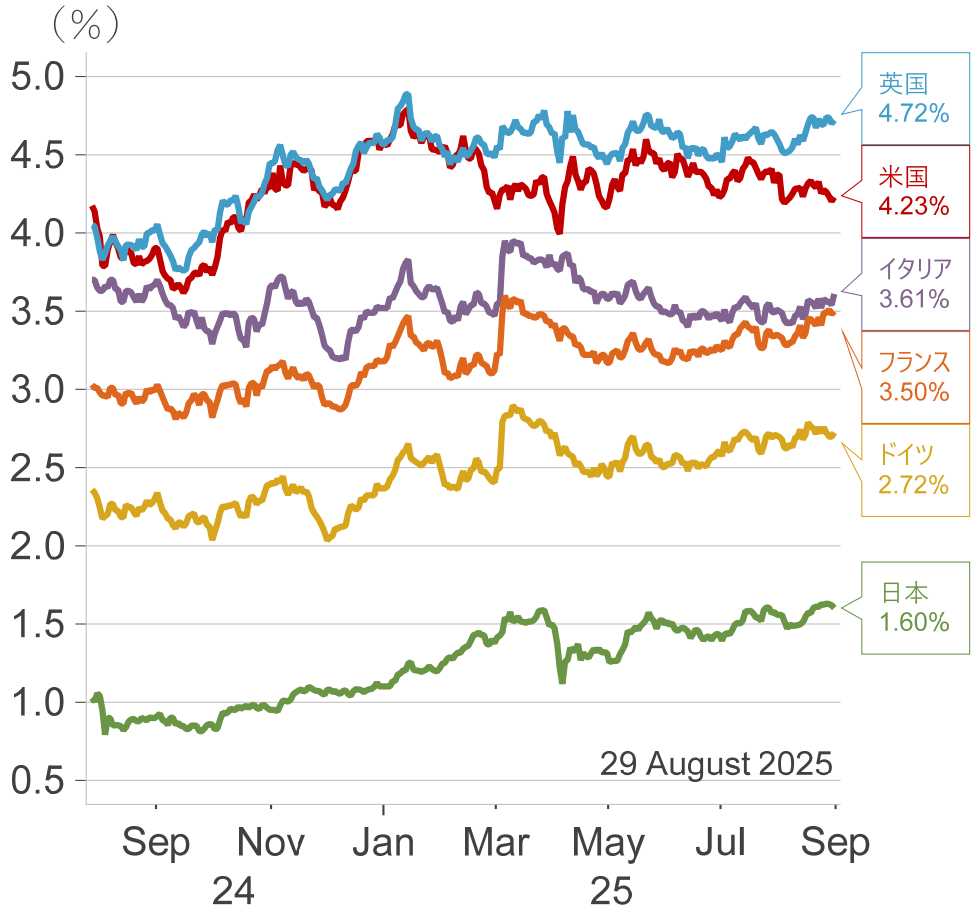
4月2日の米相互関税発表後の各通貨の対ドルパフォーマンス



（出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ）

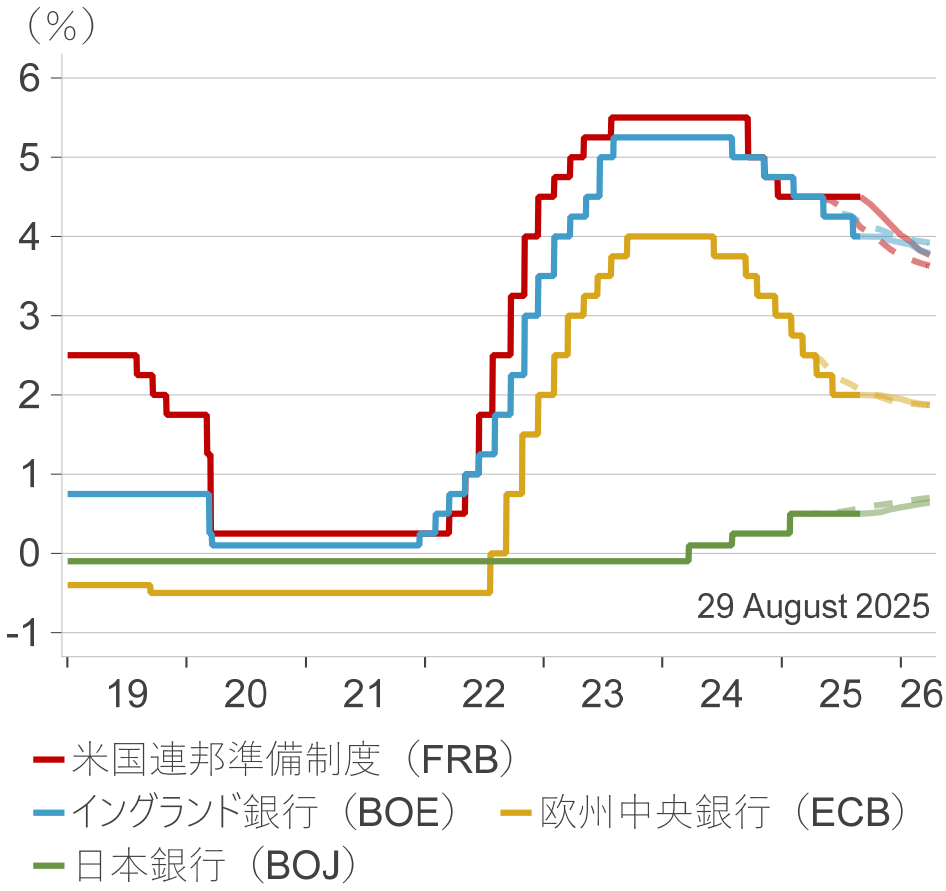
マーケットデータ②　10年国債利回り、各国政策金利

10年国債利回り



（出所：マクロボンド、みずほ）

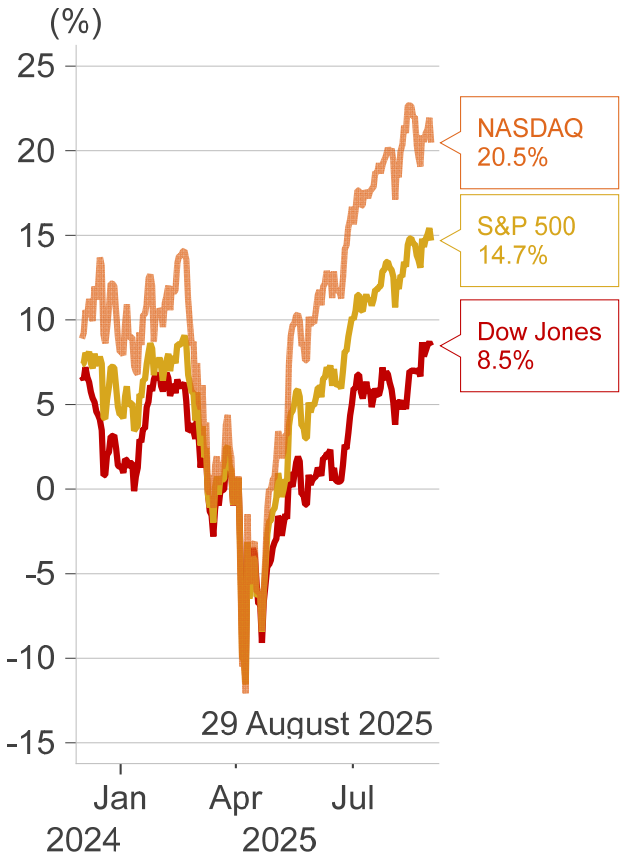
主要中央銀行 政策金利



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

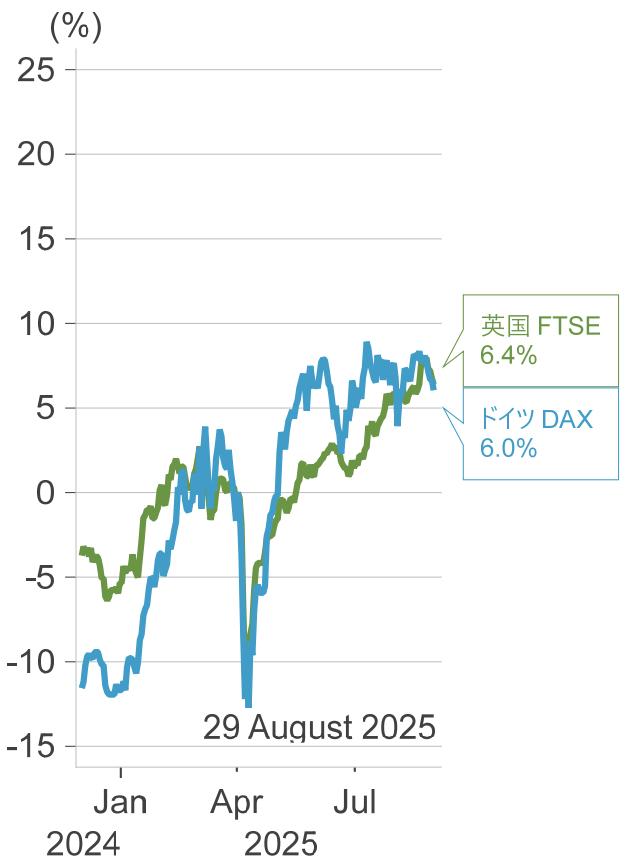
マーケットデータ③　株式市場

米国



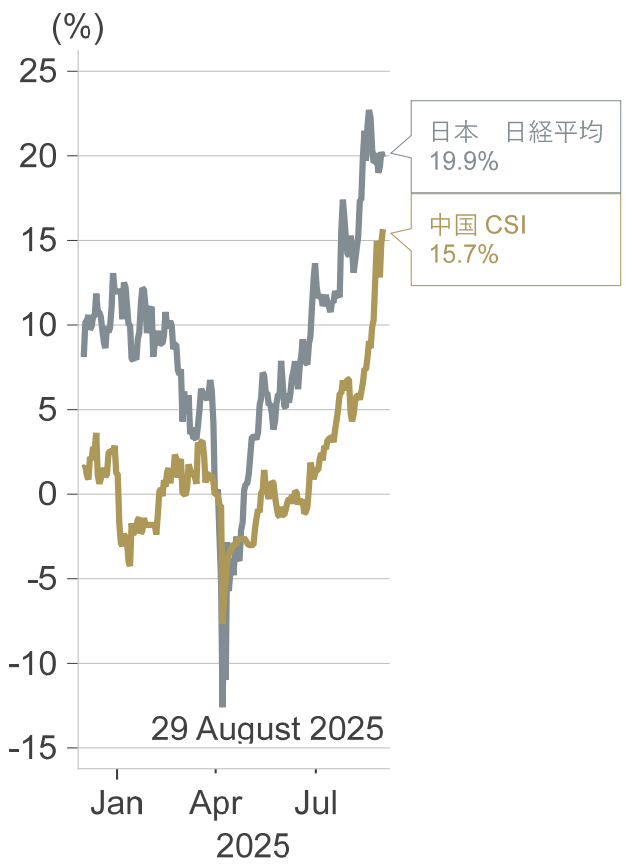
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

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）

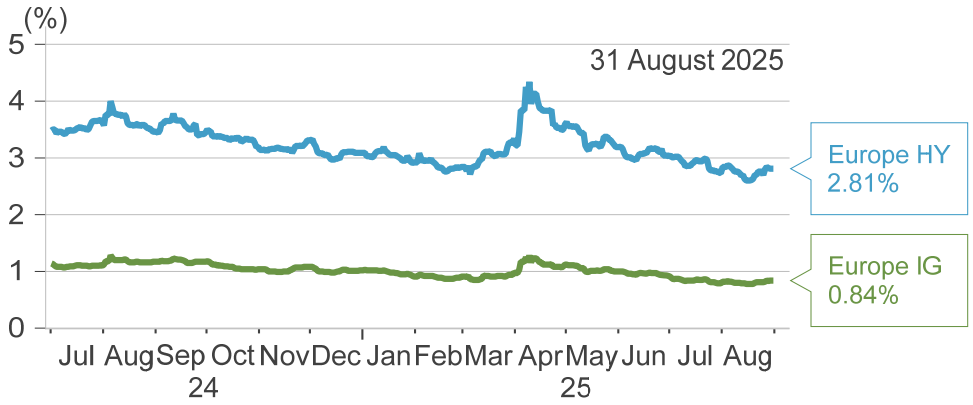
日本・中国



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）

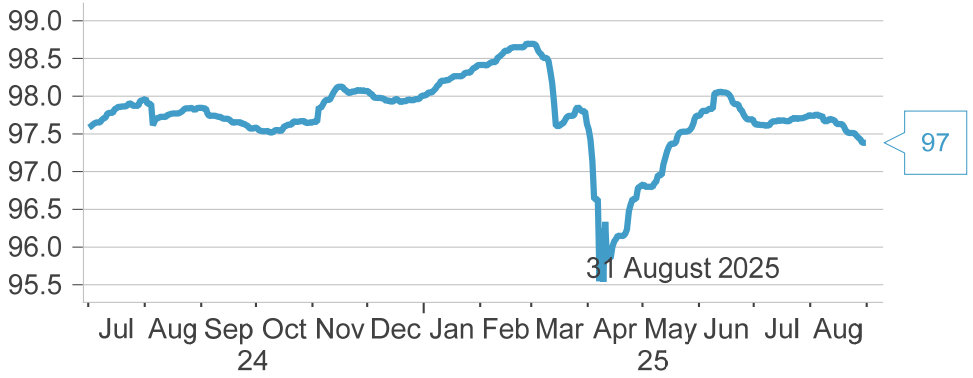
マーケットデータ④　クレジット市場

欧州　クレジットスプレッド



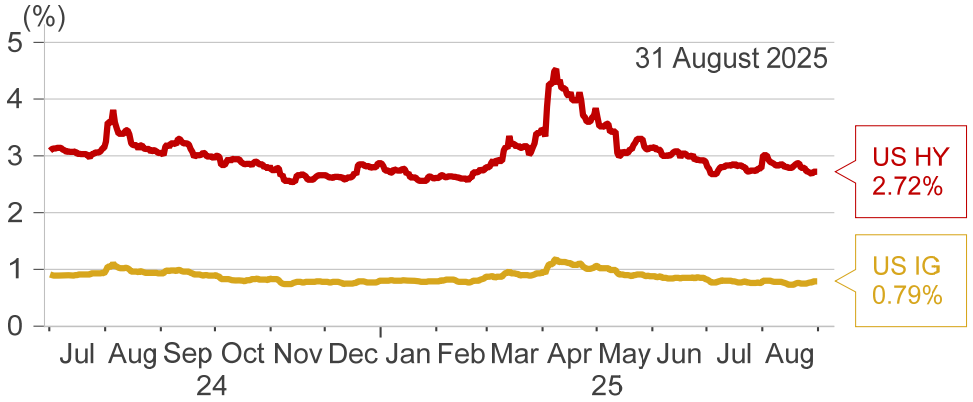
(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

欧州　レバレッジドローン



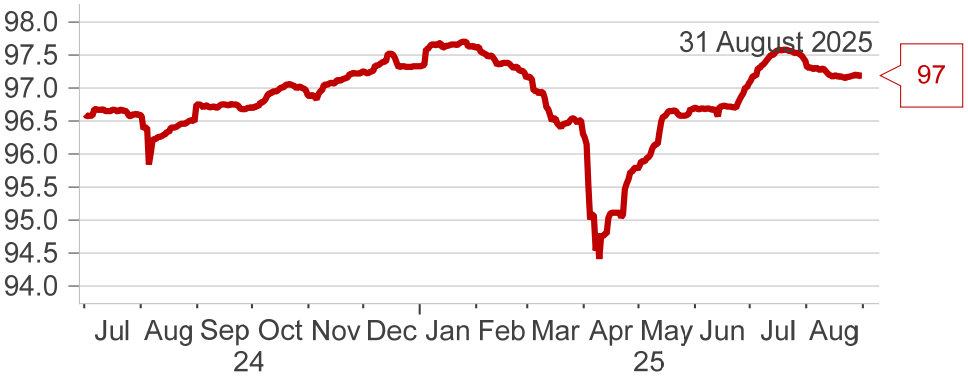
Note: Morningstar European Leveraged Loan Index
(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

米国　クレジットスプレッド



(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

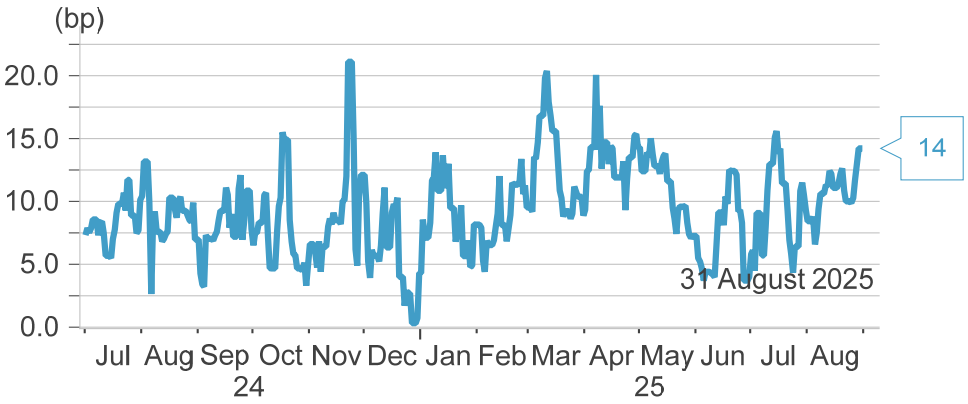
米国　レバレッジドローン



Note: Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index
(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

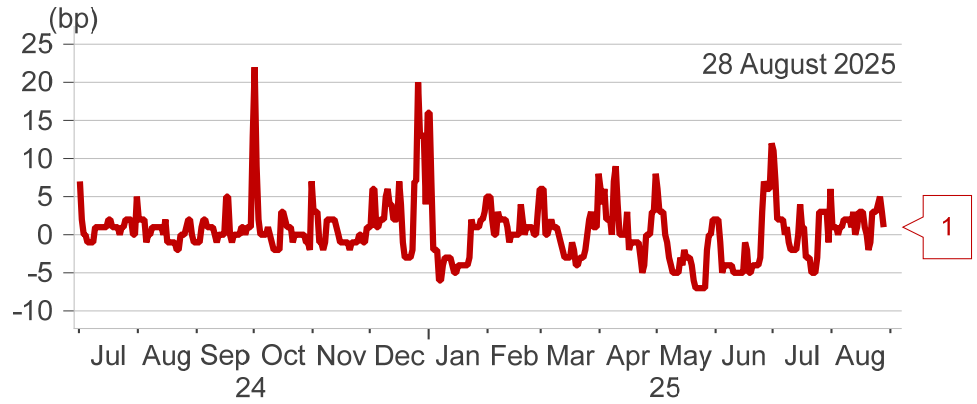
マーケットデータ⑤　流動性、ドル調達環境

欧州 Euribor-OIS



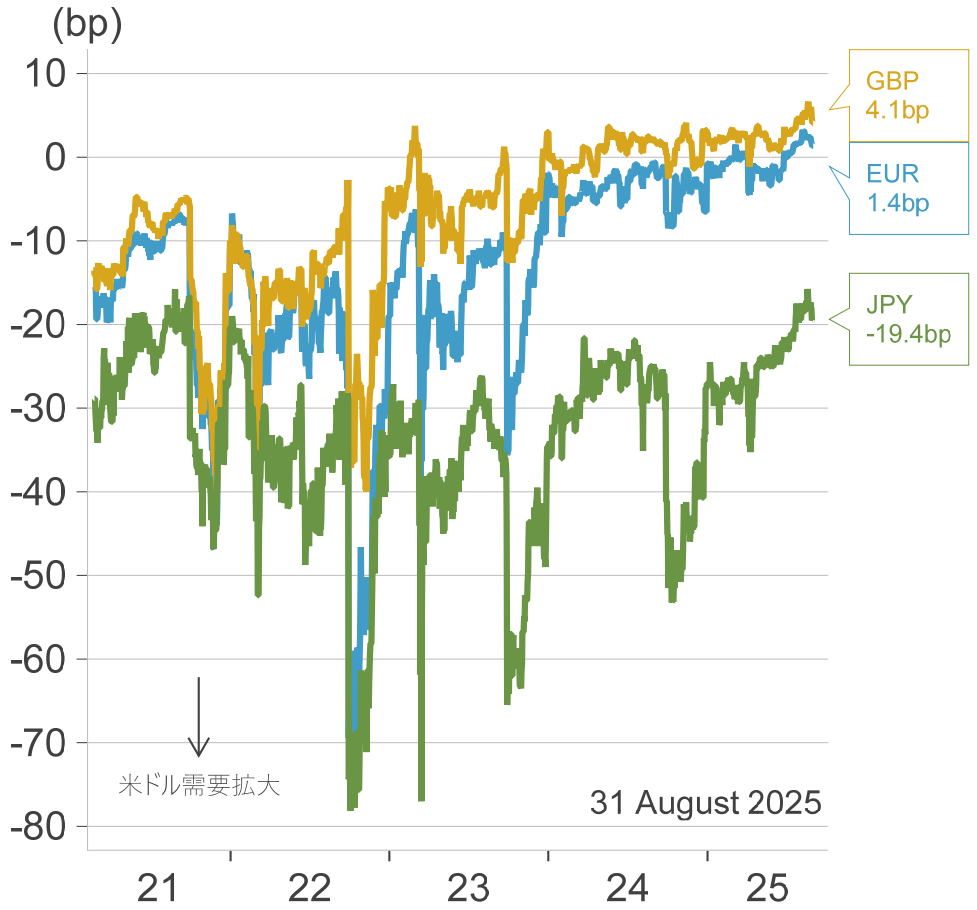
(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

米国 SOFR-OIS



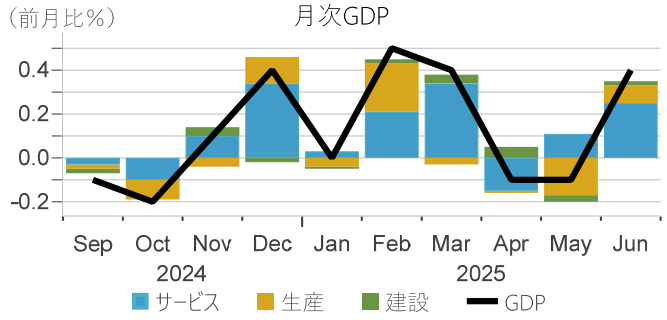
(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

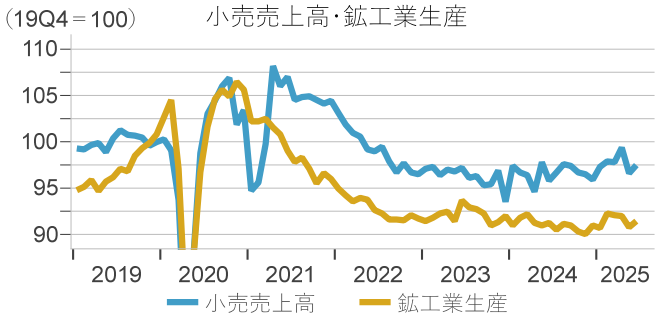
ユーロ、英ポンド、日本円　対ドル3か月ベーシス

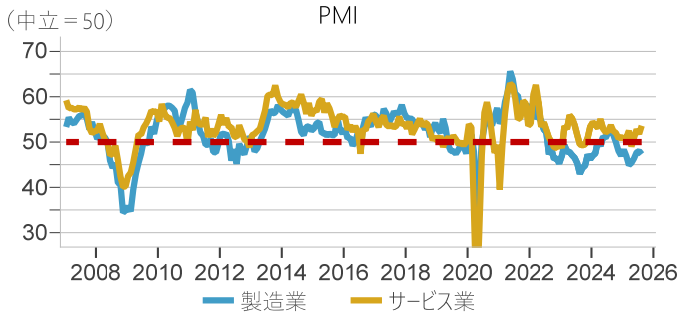


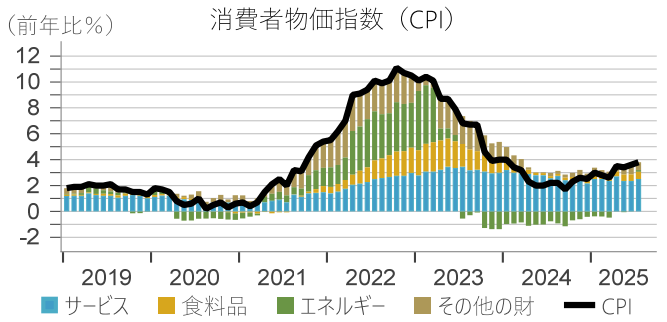
（出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ）

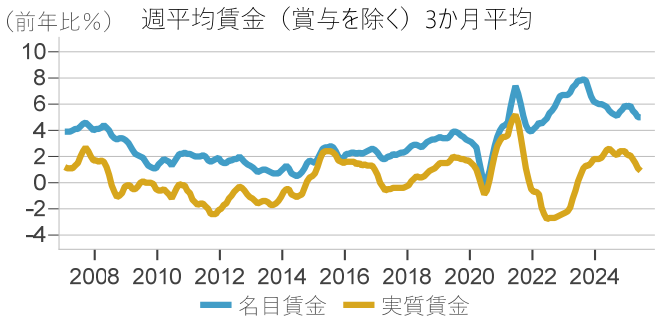
英国　主要経済指標

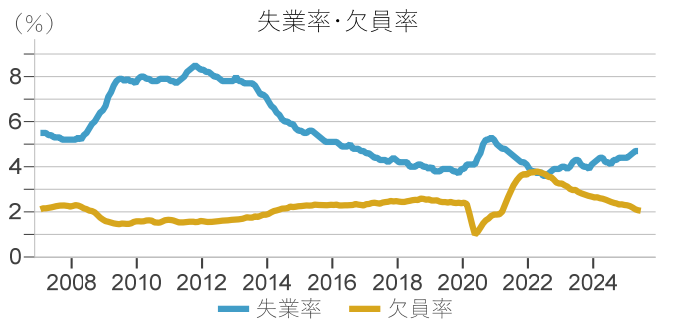


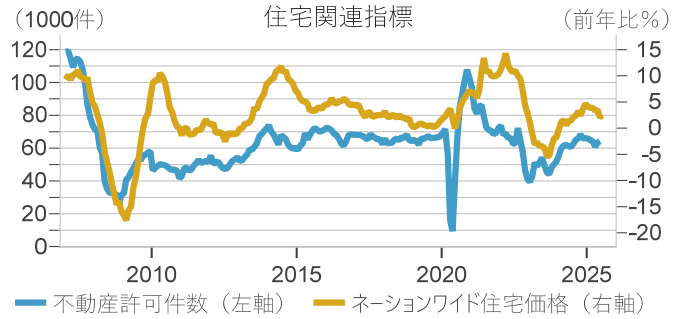


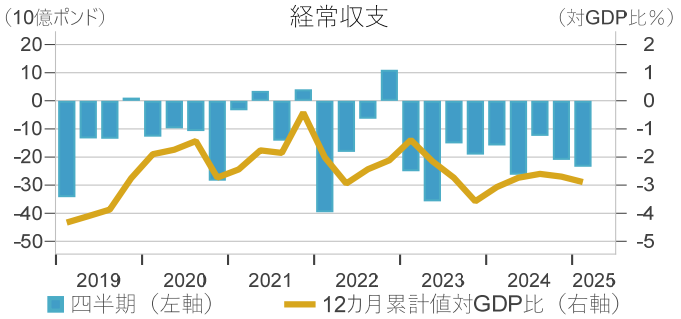


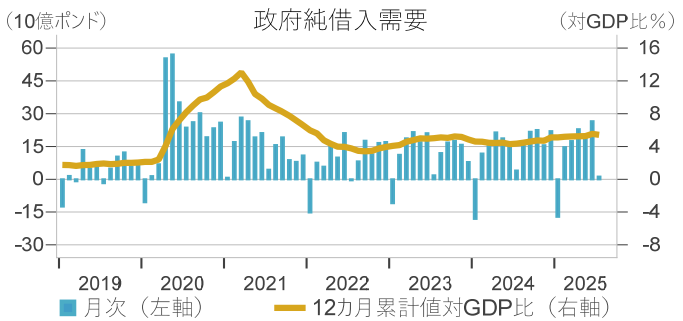






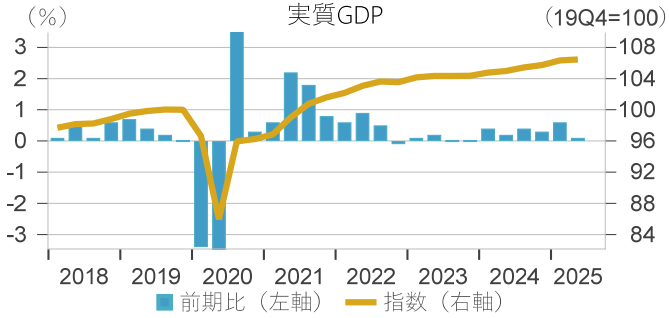


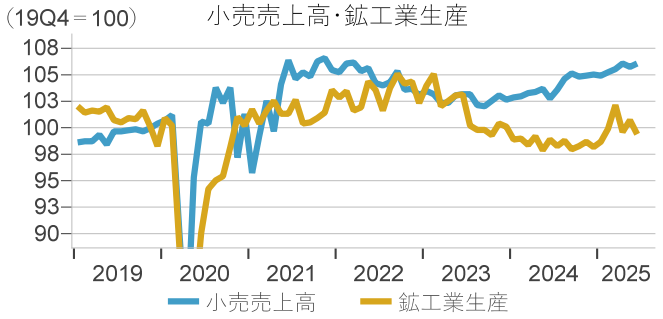


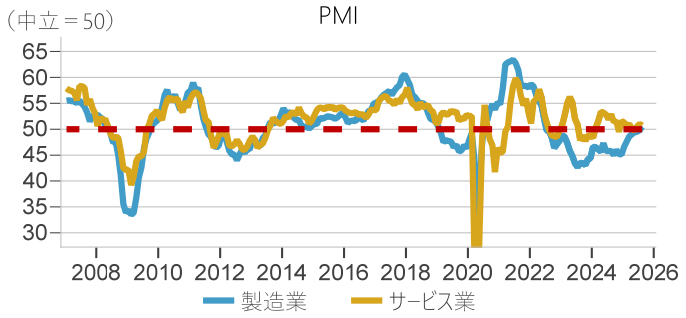


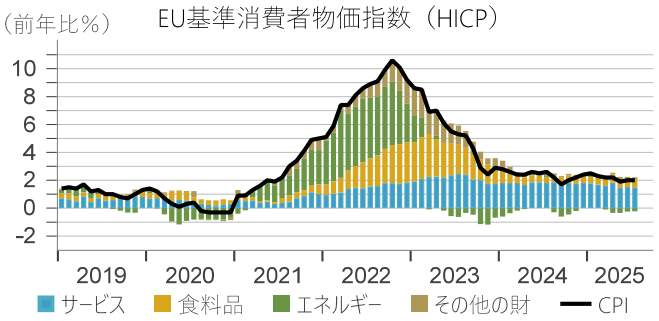
（出所：英国家統計局、英財務省、イングランド銀行、マクロボンド、みずほ）

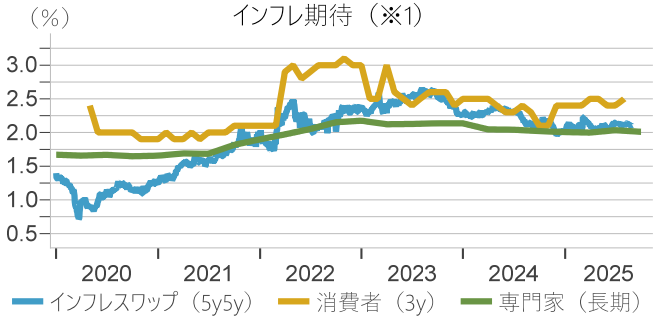
ユーロ圏　主要経済指標

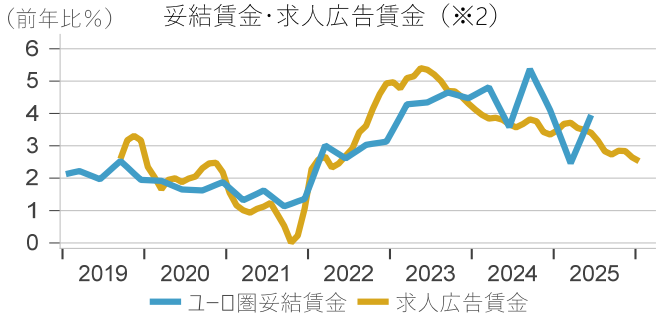


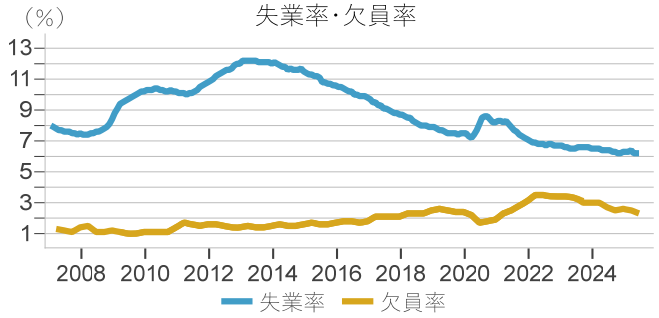


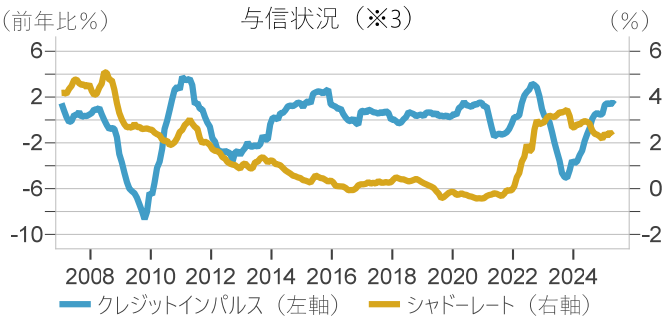


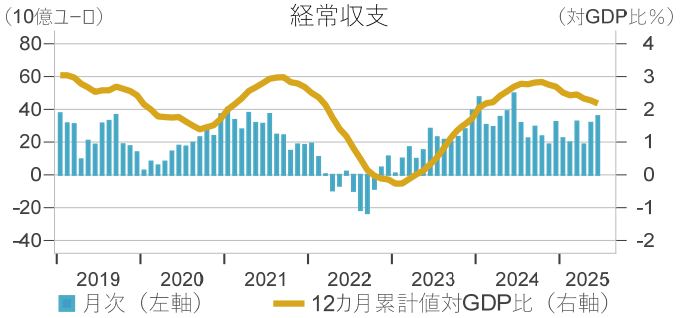










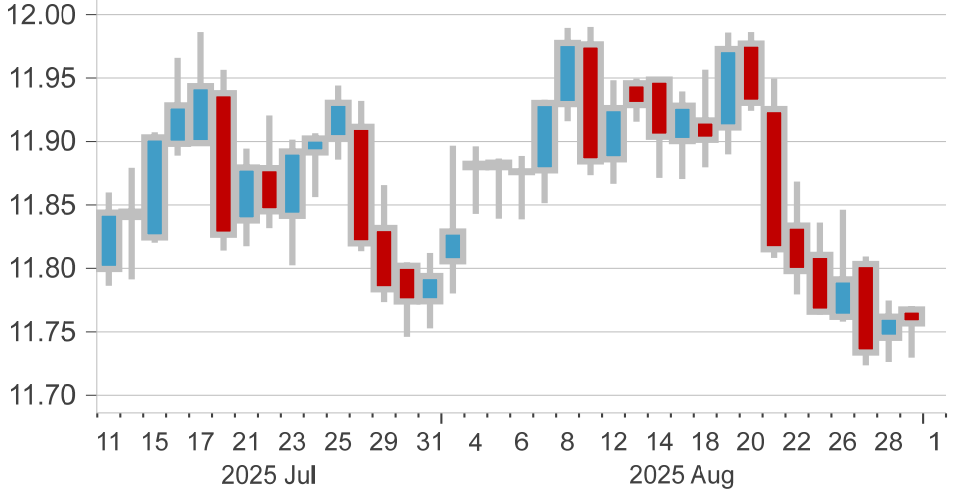


※1　それぞれ、5年先スタート5年間のインフレスワップ、ECB消費者期待調査、ECB専門家調査を使用している。
※2　求人広告賃金は、Indeed社が公表しているデータ。3か月平均をとったうえで、グラフでは6か月先行させている。
※3　クレジットインパルスは与信額の前年同月比の伸び率が、前年同月と比較してどれだけ増減しているかを示す。値が高いほど、民間への資金供給が増えていることを示す。
　　シャドーレートは、企業や家計への新規融資に適用される貸出金利を加重平均したもの。
（出所：ユーロスタット、欧州中央銀行（ECB）、Indeed、マクロボンド、みずほ）

スイスフラン、北欧通貨　マーケット指標

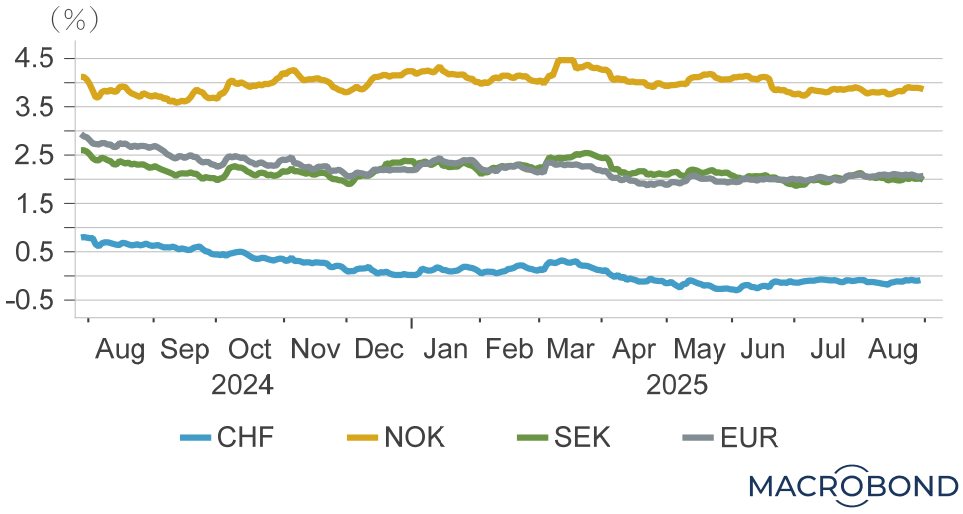
スイスフラン対ユーロ相場（EURCHF）

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



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.