

欧州G10通貨週報

2024年11月4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（1／2）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
英国 財政	英国のレイチェル・リーブス新財務相は10月30日に 予算案 を発表。（10月30日）	巨額の支出増と増税、さらには借り入れ増が発表される。マーケットは、財政悪化を懸念する形で、予算案が発表された週の英国10年国債利回りは21bp上昇（国債価格は下落）している。2022年9月のトラスショック時の変動幅と比べれば、3分の1程度に留まっているものの、予算案が公表された水曜日から金曜日にかけて、英国債が持ち直す兆しがあり見られていない。英ポンドの反応はトラスショック時と異なり限定的となった。
英国 政治	英保守党はスナク前首相の後任となる新党首にベーデノック前ビジネス貿易相を選出。（11月2日）	ナイジェリア系黒人女性のベーデノック氏は移民やLGBTなどの性的少数者に厳しい立場をとる。伝統的に中道右派の保守党のなかで強硬右派と位置づけられる。
ユーロ圏 経済	ユーロ圏2024年7-9月期GDP は前期比+0.4%と市場予想の同+0.2%を上回る（10月30日）	ユーロ高要因。 翌31日に公表された10月CPIとあわせて欧州中央銀行（ECB）の12月会合での大幅観測が後退している。 実質賃金の上昇や、金融緩和観測・銀行の貸出姿勢の緩和とそれに伴う資金需要の回復を背景にユーロ圏景気は緩やかに持ち直しつつある。

注：赤字は後続スライド参照。

直近の主な動き一覧（2／2）

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10月インフレ率 は前年比2%と9月の同+1.7%から上昇(10月31日)	ユーロ高要因。 市場予想の前年比+1.9%を上回った。9月と比較したCPIインフレ率の加速は、エネルギーのマイナスの寄与度縮小が主な要因だが、サービス価格をはじめコア部分の高止まりも鮮明に。ECBの12月会合では50bpの大幅利上げが実施される可能性も意識されていたが、CPIの結果を受けて従来通りの25bpの利下げに留まるという見方が優勢に。
ユーロ圏 経済	ユーロ圏の9月失業率は6.3%に。8月分も6.4%から6.3%に下方修正。(10月31日)	ユーロ高要因。 労働需給の緩みは失業率からは読み取れず、ECBは12月会合で金融緩和の加速を避けると見られる。
スイス 経済	スイスの10月消費者物価指数は前年同月比+0.6%と9月の同+0.8%を下回る。(10月31日)	フラン安要因。 スイス国立銀行の12月会合での追加利下げの可能性を高める結果に。従来の25bpではなく、50bpの大幅利下げが実施されるという見方も。
スウェー デン経済	2024年7-9月期の実質GDPは前期比▲0.1%と3四半期連続のマイナスとなり、市場予想の同+0.3%を大きく下回る。(10月29日)	クローナ安要因。 リクスバンクの5月以降、累計75bpの利下げにも関わらず、国内景気に回復の兆しが見られないことが改めて鮮明となった。11月7日に控えるリクスバンクの金融政策決定会合では、同中銀が従来の25bpから50bpに利下げ幅を拡大するという見方が強まっている。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「大きな政府の復活」

10月30日に注目されていた英国・労働党政権の予算案が発表されました。マーケットは、財政悪化を懸念する形で、予算案が発表された週の英国10年国債利回りは21bp上昇（国債価格は下落）しています。2022年9月のトラスショック時の変動幅と比べれば、3分の1程度に留まっているものの、予算案が公表された水曜日から金曜日にかけて、英国債が持ち直す兆しがあまり見られていないため懸念はなお、くすぶっています。

何がそうした市場の否定的な反応を引き起こしたのでしょうか？

直観的な説明としては、今回の予算案における公的支出額の増加が年間平均700億ポンド（約13.8兆円）と極めて大きいもので、同時に発表された年間400億ポンド（約7.9兆円）もの大幅な増税（主に企業が負担する従業員の国民保険料や、資産売却益に課税されるキャピタルゲイン税の引き上げ）では賄い切れず、多額の借り入れを行う計画が示されたことが影響したと見られます。予算案発表の前の10月24日に方針が示されていましたが、リーブス財務相は財政ルールを変更することで、借り入れを行う余地を拡大しています。今回の予算案について、サッチャー政権以来の「小さな政府」からの英国の歴史的な転換という見方もあります。

ただ、市場の否定的な反応が予算案発表からやや時間差を伴って現れた背景には、積極財政に関わらず、成長の押し上げ効果は限定的なのではないか、という見方が浸透したことも影響したように思われます。OBRは予算案の経済への影響の分析の中で、2025年度こそ0.6%の成長率の押し上げが見込まれるものの、次回の総選挙が行われる予定の2029年度にはむしろ成長への寄与度はマイナスに落ち込むという見方を示しています。

こうした見通しの背景には、政府の財政支出拡大に伴う民間投資のクラウディング・アウトが起これと見られることや、企業が負担する国民保険料の引き上げに伴う負担を、企業が賃金の支払い抑制や、労働力や労働時間の調整によって賄おうとすることで、むしろ労働者の所得が減少し、個人消費が抑制される恐れがあるという見方があります。

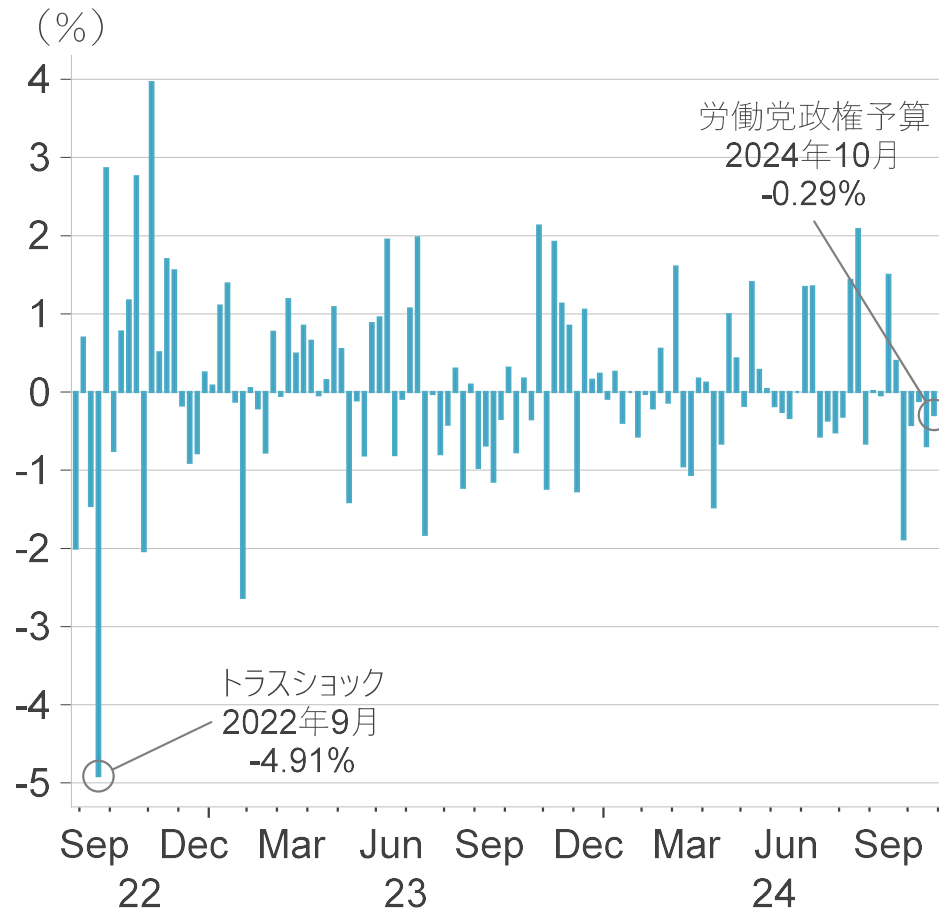
また、OBRは財政支出拡大に伴い今後2年間で0.4%ポイントCPIインフレが押し上げられ、イングランド銀行の利下げが遅れるという見通しを示しています。インフレ率や金利の高止まりは、財政支出拡大の景気浮揚効果を相殺する恐れがあります。

市場の否定的な反応を受けて、リーブス財務相がさらなる増税の発表ないし、借入計画の見直しを迫られるようであれば、彼女及び労働党政権の評判の低下は避けられないでしょう。ただ、例年に無い規模の予算案の狙いははっきりしており、評価されるべき部分も大きいのではないかと思います。英国に住んでいて、元国営の水道会社や、鉄道会社が満足なサービスを提供できていないことはたしかに感じますし、何よりも国民保険サービス（NHS）が危機的な状況となっている現状を打開するためには積極財政はまさに必要な措置なのではないかと感じます。

マーケットの人間として、市場の当初の反応から、予算案の評価を判断しがちですが、もう少し長い目で見る必要があるようにも感じます。

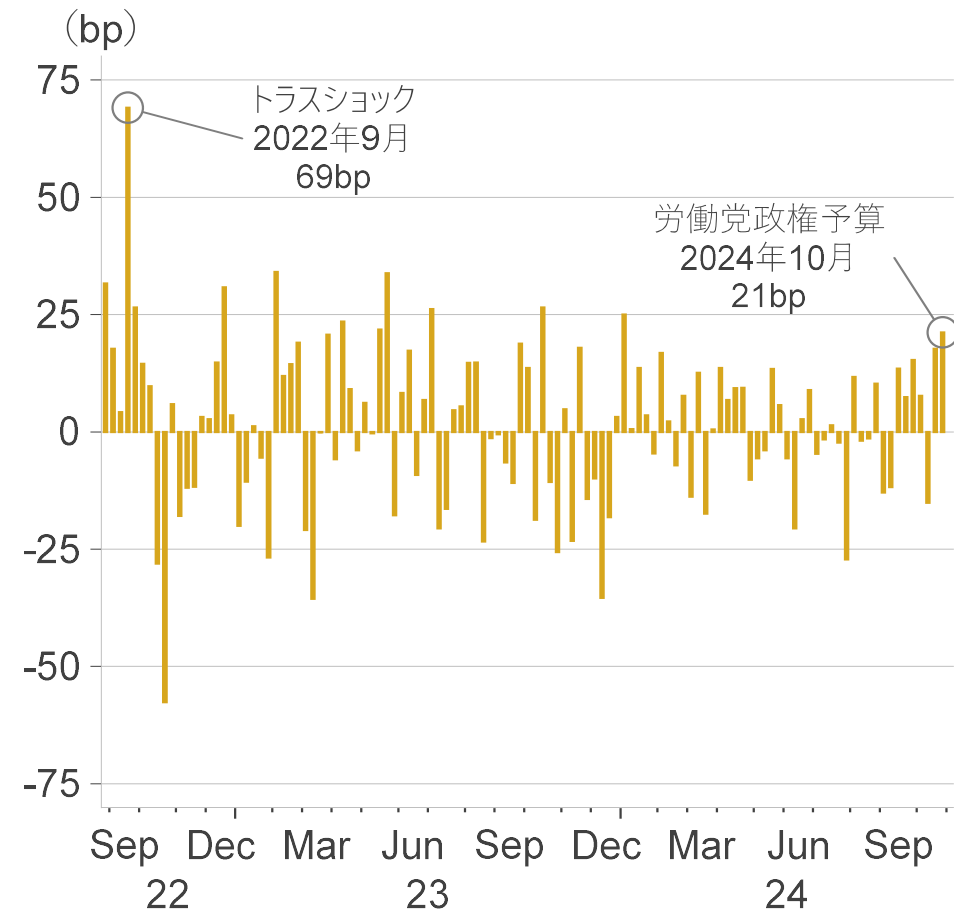
英国 予算案発表を受けて英国債利回りに上昇圧力（10月30日）

英ポンド対ドルレート 週間変化率



（出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ）

英国10年国債利回り 週間変化幅

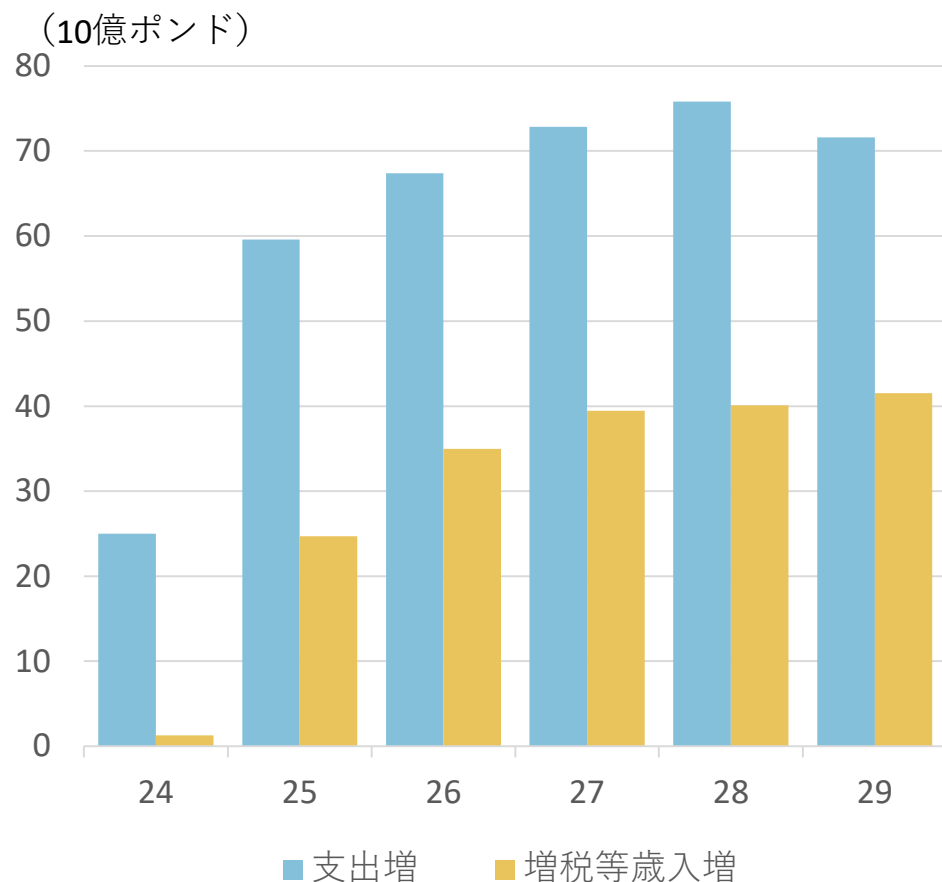


（出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ）

マーケットは、財政悪化を懸念する形で、予算案が発表された週の英国10年国債利回りは21bp上昇（国債価格は下落）している。2022年9月のトラスショック時の変動幅と比べれば、3分の1程度に留まっているものの、予算案が公表された水曜日から金曜日にかけて、英国債が持ち直す兆しがあり見られていない。英ポンドの反応はトラスショック時と異なり限定的となった。

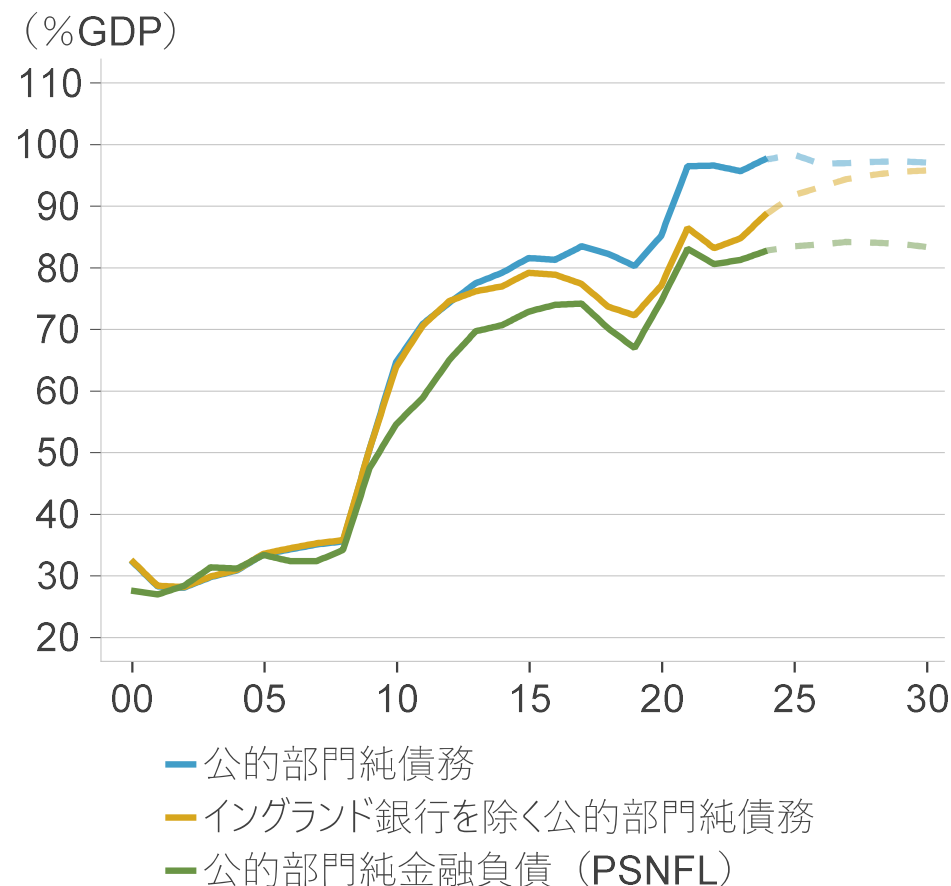
英国予算案 巨額の支出増と増税、さらには借り入れ増が発表される

英国予算案 支出増と増税等歳入増



(出所：英国予算責任局、みずほ)

英国公的債務残高



注：点線は英国予算責任局 (OBR) の予測を表示。

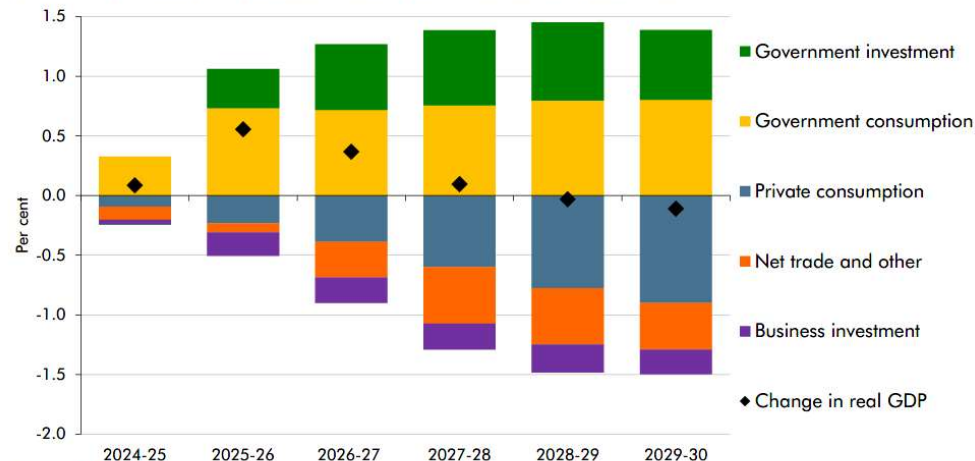
(出所：英国国家統計局 (ONS)、英国予算責任局 (OBR)、マクロポンド、みずほ)

労働党政権が発表した予算案における公的支出額の増加は年間平均700億ポンド（約13.8兆円）と極めて大きいもので、同時に発表された年間400億ポンド（約7.9兆円）もの大幅な増税では賄い切れず、多額の借り入れを行う計画が示された。リース財務相は財政ルール（今後5年間で政府債務対GDP比率を減少させる）の対象となる公的債務残高の指標を、「イングランド銀行を除く公的部門純債務」から、政府の債務から金融資産（政府が保有するインフラなどの固定資産は含まない）を除いた「公的部門純金融負債 (PSNFL)」に変更することで、借り入れを行う余地を拡大している。

英国予算案 予算責任局（OBR）は企業への増税に伴う個人消費への負の影響を指摘

予算責任局（OBR） 実質GDP成長率見通し

Chart 1.3: Policy impacts on real GDP and its components



Source: OBR

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

予算責任局（OBR） CPI、政策金利、英国5年国債の見通し

Chart 1.4: CPI inflation

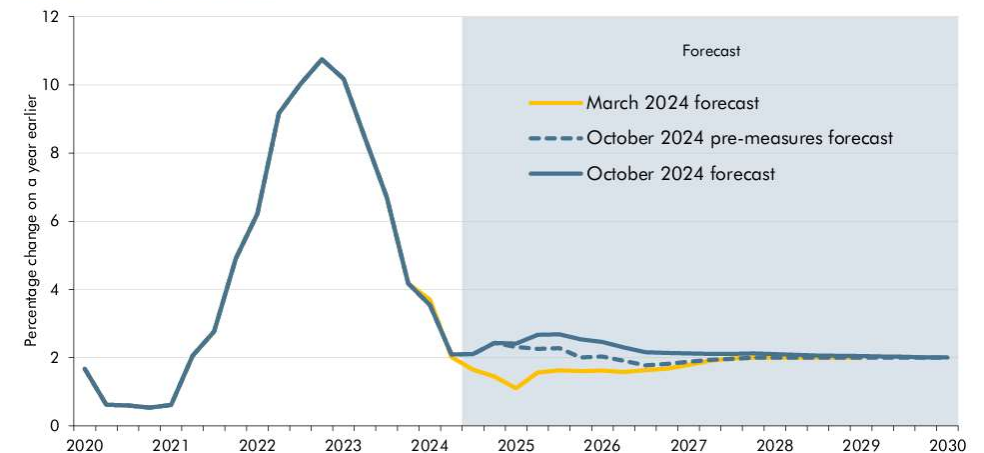
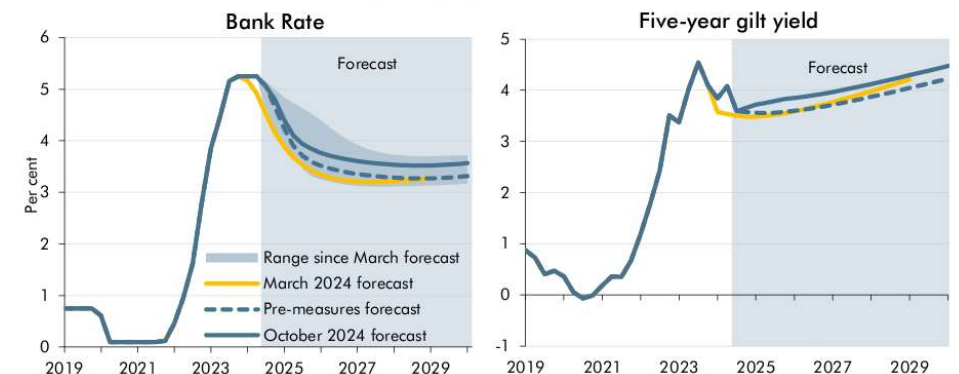


Chart 1.5: Bank Rate and five-year gilt yield



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

OBRは予算案の影響の分析の中で、2025年度こそ0.6%の成長率の押し上げが見込まれるものの、2029年度にはむしろ成長への寄与度はマイナスに落ち込むという見方を示している。こうした見通しの背景には、政府の財政支出拡大に伴う民間投資のクラウドイング・アウトが起これと見られることや、企業が負担する国民保険料の引き上げに伴う負担を、企業が賃金の支払い抑制や、労働力や労働時間の調整によって賄おうとすることで、むしろ労働者の所得が減少し、個人消費が抑制される恐れがあるという見方がある。また、OBRは財政支出拡大に伴い今後2年間で0.4%ポイントCPIインフレが押し上げられ、イングランド銀行の利下げが遅くなるという見通しを示している。

英国予算案 インランド銀行（BOE）の利下げ織り込みは縮小

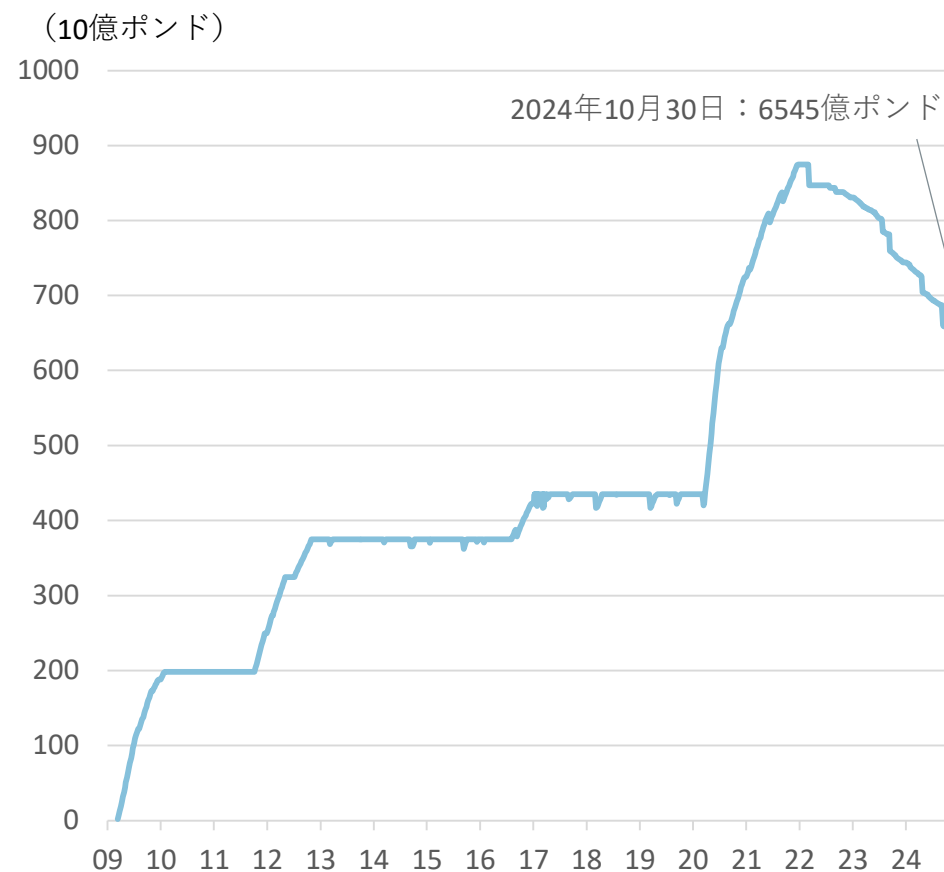
SONIAスワップの金利織り込み 累計変化率（単位：bp）

（単位：bp）

		9月30日 （9月末）	10月29日 （前日）	10月30日 （発表日）	11月1日 （発表2日後）
2024年	11月	▲ 26	▲ 24	▲ 22	▲ 23
	12月	▲ 38	▲ 39	▲ 31	▲ 31
2025年	2月	▲ 64	▲ 62	▲ 51	▲ 50
	3月	▲ 84	▲ 77	▲ 62	▲ 60
	5月	▲ 108	▲ 96	▲ 80	▲ 77
	6月	▲ 121	▲ 102	▲ 86	▲ 81
	8月	▲ 133	▲ 112	▲ 92	▲ 90
	9月	▲ 145	▲ 114	▲ 99	▲ 91

（出所：ブルームバーグ、みずほ）

イングランド銀行 英国債保有額

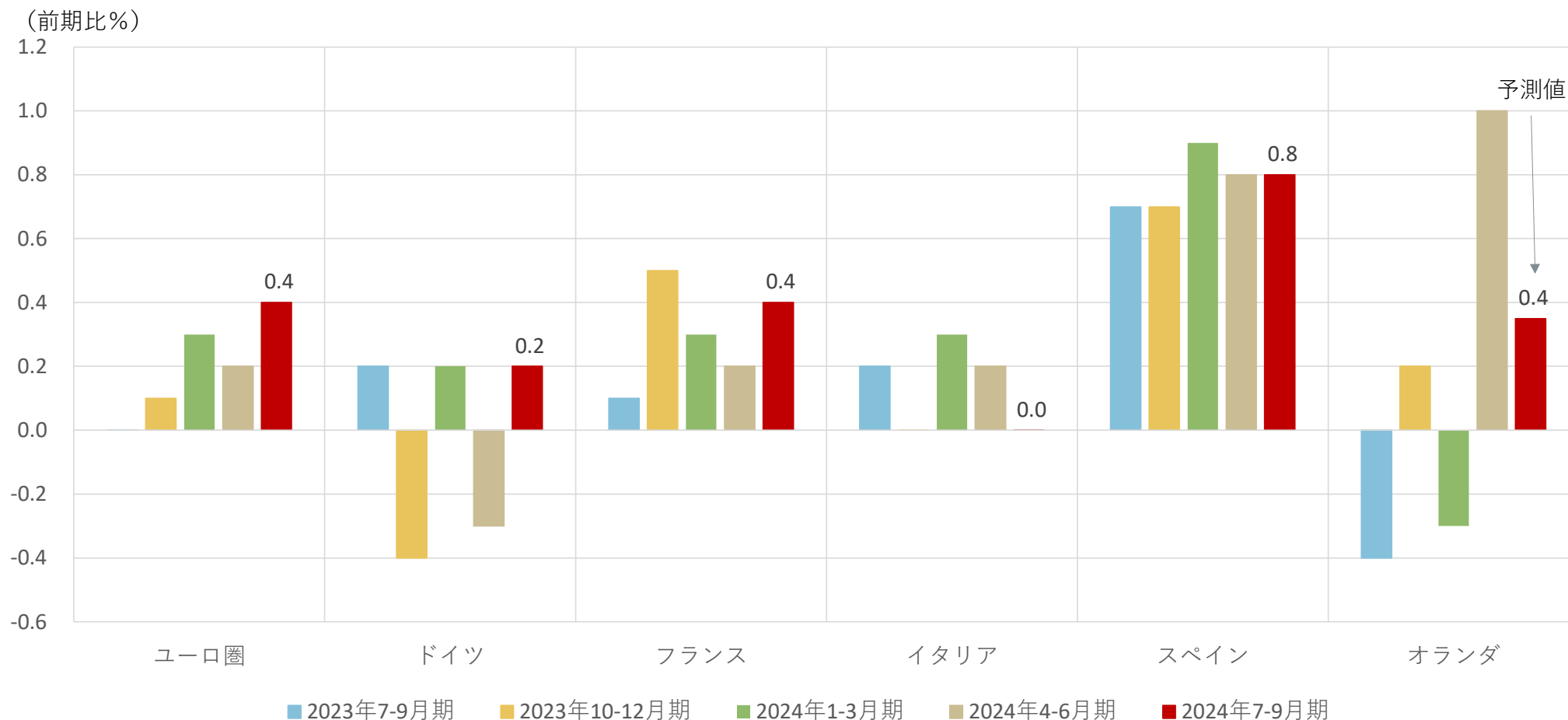


（出所：BOE、ブルームバーグ、みずほ）

11月7日に控える次回金融政策決定会合での25bpの追加利下げの可能性はなお高いと見られているものの、市場の一部には予算案の影響を見極めるために今回は政策金利を据え置くとの見方もある。また、財政支出拡大の影響がより強くでる2025年以降の利下げ織り込みは縮小している。英国債利回りの上昇に歯止めがかからなければ、BOEの量的引き締め計画にも影響が出てくる可能性も。

ユーロ圏 2024年7-9月期GDPは前期比+0.4%と市場予想の同+0.2%を上回る（10月30日）

ユーロ圏主要国 実質GDP成長率 実績と予測（予測値はブルームバーグ集計のエコノミスト予想中央値）

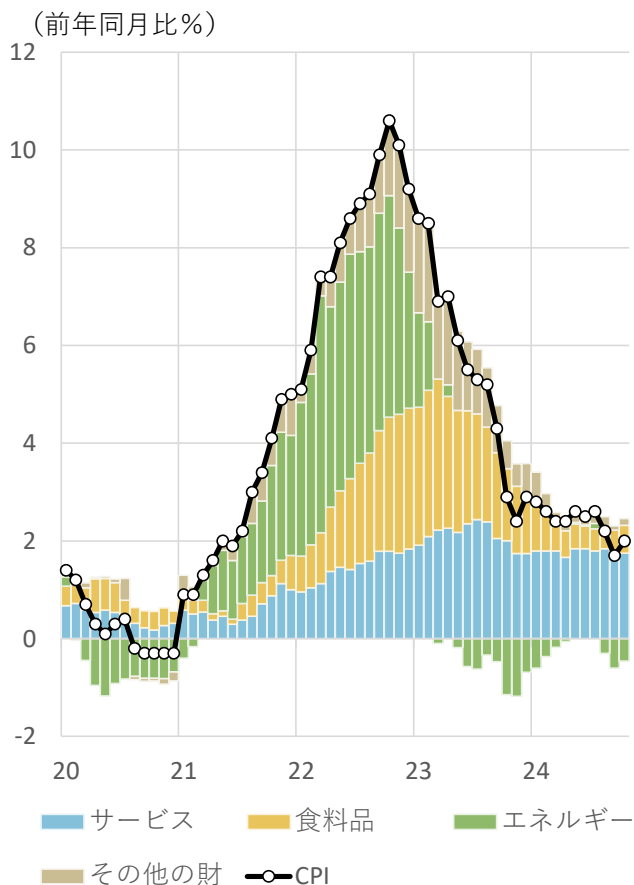


（出所：ユーロスタット、各国統計、ブルームバーグ、みずほ）

ユーロ圏では、域内総生産の約29%、製造業では約36%（2023年時点）を占める経済大国ドイツの景気低迷を主因として2023年は景気後退が懸念される状況となっていた。2024年以降は実質賃金の上昇や、金融緩和観測・銀行の貸出姿勢の緩和とそれに伴う資金需要の回復を背景にユーロ圏景気は緩やかに持ち直しつつある。

ユーロ圏のインフレ率は10月に再び前年比2%に上昇（10月31日）

ユーロ圏 EU基準消費者物価指数（HICP）



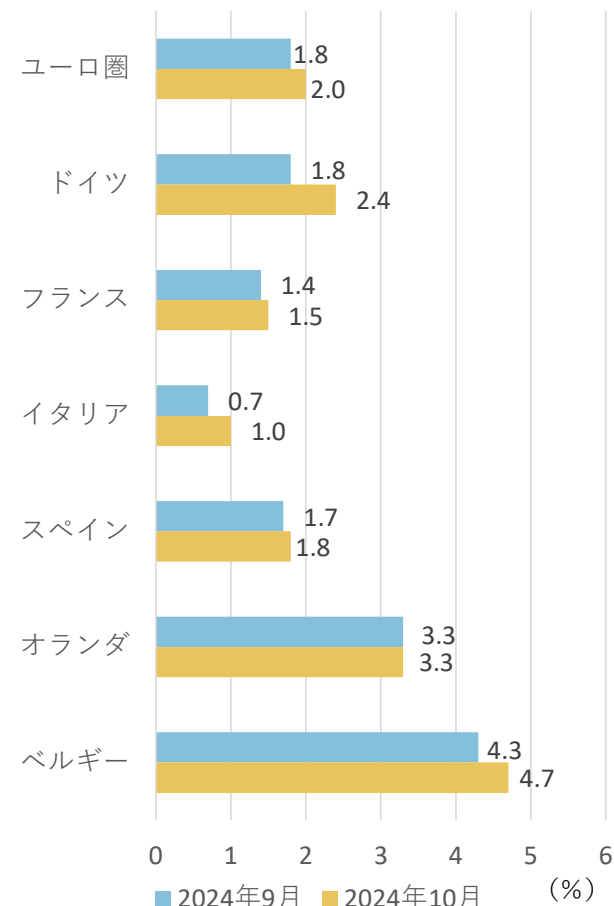
（出所：ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ）

ユーロ圏HICP内訳

	ウェイト	前年比％		前月比％	
	2024年	24年9月	24年10月	24年9月	24年10月
ユーロ圏HICP	1000.0	+1.7	+2	▲0.1	+0.3
コアシリーズ					
エネルギーを除く	900.9	+2.6	+2.7	+0.1	+0.3
エネルギー、未加工食品を除く	857.4	+2.7	+2.7	0	+0.2
エネルギー、食料品、アルコールとタバコを除く	706.2	+2.7	+2.7	+0.1	+0.2
食料品、アルコール&タバコ	194.7	+2.4	+2.9	+0.1	+0.7
加工食品、アルコール&タバコ	151.2	+2.6	+2.9	▲0.1	+0.3
未加工食品	43.5	+1.6	+3	+1	+2.1
エネルギー	99.1	▲6.1	▲4.6	▲1.7	+0.4
非エネルギー生産財	257.3	+0.4	+0.5	+2.2	+0.7
サービス	448.8	+3.9	+3.9	▲1.1	0

（出所：ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ）

ユーロ圏主要国 HICP（前年比）



（出所：ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ）

市場予想の前年比+1.9%を上回った。9月と比較したCPIインフレ率の加速は、エネルギーのマイナスの寄与度縮小が主な要因だが、サービス価格をはじめコア部分の高止まりも鮮明に。ECBの12月会合では50bpの大幅利上げが実施される可能性も意識されていたが、CPIの結果を受けて従来通りの25bpの利下げに留まるという見方が優勢に。

中期為替見通し

欧州G10通貨中期見通し（2024年10月31日時点）

	Spot	2024 Dec	2025 Mar	Jun	Sep	Dec
対ドル						
EUR/USD	1.08	1.07	1.06	1.05	1.04	1.06
GBP/USD	1.30	1.28	1.30	1.32	1.34	1.36
USD/CHF	0.87	0.87	0.87	0.89	0.90	0.90
USD/NOK	11.0	10.8	10.8	10.9	10.9	10.6
USD/SEK	10.6	10.7	10.9	11.0	11.0	10.7
対ユーロ						
EUR/GBP	0.83	0.84	0.82	0.80	0.78	0.78
EUR/CHF	0.94	0.93	0.92	0.93	0.94	0.95
EUR/NOK	11.85	11.6	11.5	11.4	11.3	11.2
EUR/SEK	11.47	11.5	11.6	11.5	11.4	11.3
対円						
EUR/JPY	164.4	163	159	159	159	164
GBP/JPY	197.4	195	195	199	205	211
CHF/JPY	175.7	175	173	170	169	173
NOK/JPY	13.9	14.0	13.8	13.9	14.1	14.7
SEK/JPY	14.3	14.1	13.7	13.8	14.0	14.5
USD/JPY	152.2	152	150	151	153	155

注：ユーロドル、ユーロ円、ドル円の見通しは「中期為替相場見通し」（2024年10月30日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2024年10月31日時点

英ポンド

巨額の予算案発表から財政への懸念が再浮上

- 10月に英ポンドは対ドルで3.6%、対ユーロで1.3%下落する一方、対円では2.1%上昇した。ポンドは対ドルでの下落が目立った格好だが、米大統領選を控えた米金利上昇・ドル高に加えて、10月のはじめにはイングランド銀行（BOE）の利下げペースの加速観測が、終盤には巨額の予算案発表に伴う財政への懸念が重石となった。
- 10月3日、ベイリーBOE総裁は、英ガーディアン紙とのインタビューで、インフレが抑制された状態に留まれば、利下げについてより積極的なアプローチを取る可能性を示唆した。短期金利市場は11月の利下げをもともと完全に織り込んでいたが、ベイリー氏の発言を受けて12月の連続利下げ観測が強まった。その後、15日に発表された2024年6-8月の週平均賃金（ボーナスを除く）が前年比+4.9%と過去2年あまりでも最も低い伸び率となったことや、16日に発表された9月CPIが前年比+1.7%と8月分の同+2.2%から大きく減速し、サービスインフレ率も前年比+4.9%と8月の同+5.6%から低下したこともBOEの金融緩和継続を後押しする材料として意識された。
- 一方、10月30日に発表された予算案で、巨額の支出増と増税、さらには借り入れ増が発表されたことでBOEの金融政策を巡る見方は一変した。マーケットは、財政悪化を懸念する形で、予算案が発表された週の英国10年国債利回りは21bp上昇（国債価格は下落）している。2022年9月のトラスショック時の変動幅と比べれば、3分の1程度に留まっているものの、予算案が公表された水曜日から金曜日にかけて、英国債が持ち直す兆しが見られていない。英ポンドも当初はポンド売りの反応となった。英予算責任局（OBR）は財政支出拡大に伴い今後2年間で0.4%ポイントCPIインフレが押し上げられ、イングランド銀行の利下げが遅れるという見通しを示している。
- 理論的には、成長率とインフレ圧力を高める「高圧経済」はポンド高要因となりうる。もっとも、現時点では財政悪化懸念に伴う英国債市場からの資金流出懸念が勝っている状況だ。英財務省さらには11月7日に金融政策決定会合を控えるBOEが市場を落ち着かせるべく措置を打つかをまずは見極めたい。もちろん、11月5日に控える米大統領選の結果が英ポンド市場に多大な影響を及ぼす可能性も意識する必要があるだろう。

ユーロ

ユーロ圏と米国の景気動向の対照性がユーロドルの重石に

- 10月のユーロ相場は軟化した。ユーロ相場にとっては明らかに逆風が強まっている。基礎的経済指標の現状を踏まえる限り、欧米格差は顕著に拡大している。当面の利下げに関するメインシナリオは、ECBについては年内にあと▲25bpを1回、年明け1～3月期に▲50bp（▲25bp×2回）までは既定路線。9月に改訂されたECBスタッフ見通しを見ても、3年3か月ぶりに+2%を割り込んだ9月HICPはベースシナリオを下回るもので、利下げの正当性を裏付けている。むしろ、スタグフレーションに悩んでいた最近と比べると、ECBの採るべき進路がクリアになり、不透明感は後退したとさえ言える。これに対しFRBは11月の1回は既定路線としても、12月以降に関しては全く約束されていない強い経済状況を誇っている。盟主であるドイツを中心としてリセッションシナリオへの回帰が争点化しているユーロ圏と、リセッション回避（ノーランディング）シナリオが争点化している米国の対照性はあまりにもはっきりしており、それはそのまま欧米金利差、ひいてはユーロ/ドル相場の水準に反映されやすい。今後1年間で1.05割れを臨む展開があるかどうか焦点になるだろう。

注：ユーロの見通しの概要は「中期為替相場見通し」（2024年10月30日発行）より抜粋。

見通しの概要（スイスフラン、北欧通貨） 2024年10月31日時点

スイスフラン

スイス国立銀行（SNB）の追加利下げ観測が強まる。
マイナス金利に逆戻りするという見方も。

・10月のフラン相場は上下動を伴いながら、月終盤にかけてやや対ユーロで下落している。10月31日に発表されたスイスの10月消費者物価指数は前年同月比+0.6%と9月の同+0.8%を下回った。スイス国立銀行（SNB）の12月12日の会合での追加利下げの可能性を高める結果に。従来の25bpではなく、50bpの大幅利下げが実施されるという見方も強まっている。

SNBが金融緩和姿勢を強める背景には、むしろフラン高に対する警戒がある。中東情勢の緊迫化などを受けて逃避先通貨としてのフランの位置づけが再び意識される展開となっている。10月1日に新総裁に就任したシュレーゲル氏は10月30日に、SNBの政策金利は現在1.00%と先進国の中央銀行の中では低水準にあるが、マイナス金利に逆戻りする可能性を排除しない姿勢を示した。さらに、翌31日にシュレーゲル総裁は、11月5日の米大統領選でトランプ氏が返り咲き、市場の混乱からフランが買われるようであれば、フラン売りの為替介入も辞さない姿勢を示している。

スイス中銀による利下げ拡大やフラン売り介入への警戒感もフラン安要因となるものの、同国の巨額の貿易黒字や、地政学リスクの高まりに伴う安全資産需要はフラン高要因であり、結果としてフランがサポートされやすい状況には変わりが見られる。

ノルウェークローネ

流動性管理の観点から外貨買いを縮小ないし外貨売り
クロネ買いに転換する可能性も。

・10月のクロネ相場はほぼ一貫して対ユーロで下落した。10月ははじめには、イスラエルとイランの報復の連鎖への懸念などを背景に原油価格が大きく上昇したが、クロネ相場の押し上げ効果は限定的となった。原油価格上昇に伴う貿易収支の改善効果よりも、目下は、米大統領選を控えたリスク警戒姿勢が為替市場でも勝っているように思われる。

クロネを巡っては、流動性管理の観点からノルウェー中銀が外貨買いを縮小ないし外貨売りクロネ買いに転換する可能性が浮上している。同中銀の外貨買いは2022年と比較して規模は縮小しており、その転換がそこまですぐに相場に影響する可能性は低いと見られるが、潜在的な買い材料として挙げる見方もある。

スウェーデンクローナ

弱い経済指標を受けて、リクスバンクの利下げ拡大観
測が台頭

・10月のクローナ相場は対ユーロで下落。終盤にかけて下落幅が拡大した。10月29日に発表された2024年7-9月期の実質GDPは前期比▲0.1%と三四半期連続のマイナスとなり、市場予想の同+0.3%を大きく下回った。リクスバンクの5月以降、累計75bpの利下げにも関わらず、国内景気に回復の兆しが見られないことが改めて鮮明となった。11月7日に控えるリクスバンクの金融政策決定会合では、同中銀が従来の25bpから50bpに利下げ幅を拡大するという見方が強まっている。

景気・物価の勢いの弱さや、リクスバンクのハト派姿勢を考慮すれば、中期的にはクローナが対主要通貨で弱含むと見るのが妥当であろう。

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)



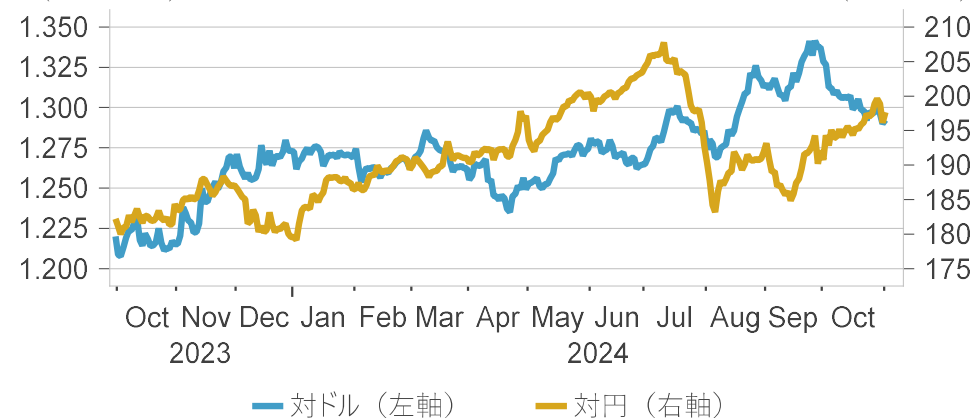
ポンド対ユーロ相場 (GBPEUR)



ポンド対円相場 (GBPJPY)



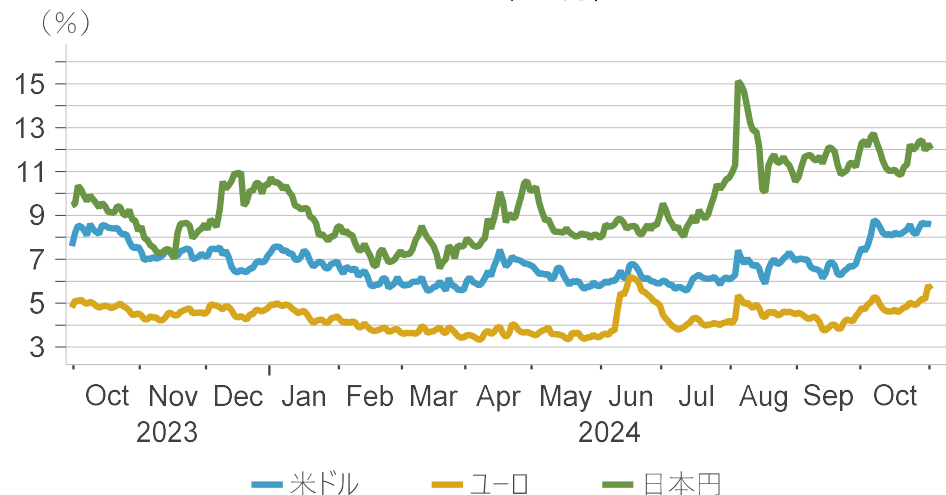
ポンド 対ドル、対円レート ロンドン終値 日足
(GBPUSD)



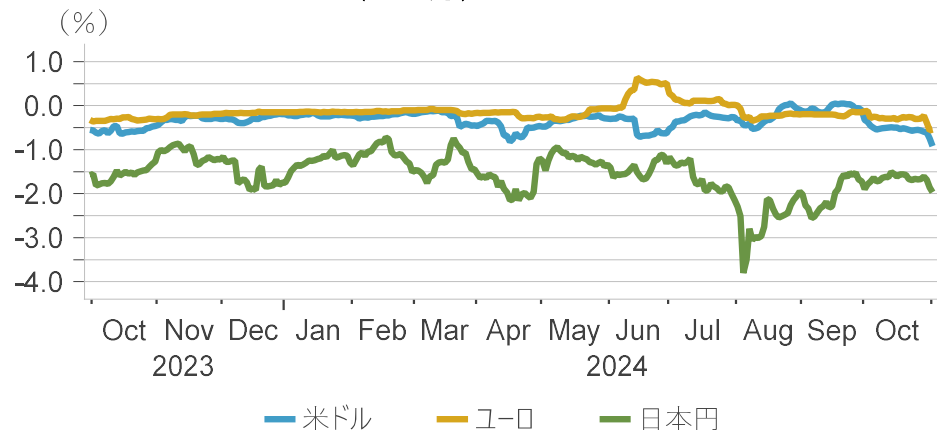
MACROBOND

英国 マーケットデータ (2 / 2)

ポンド インプライド・ボラティリティー (1か月)



ポンド リスクリバーサル (1か月)

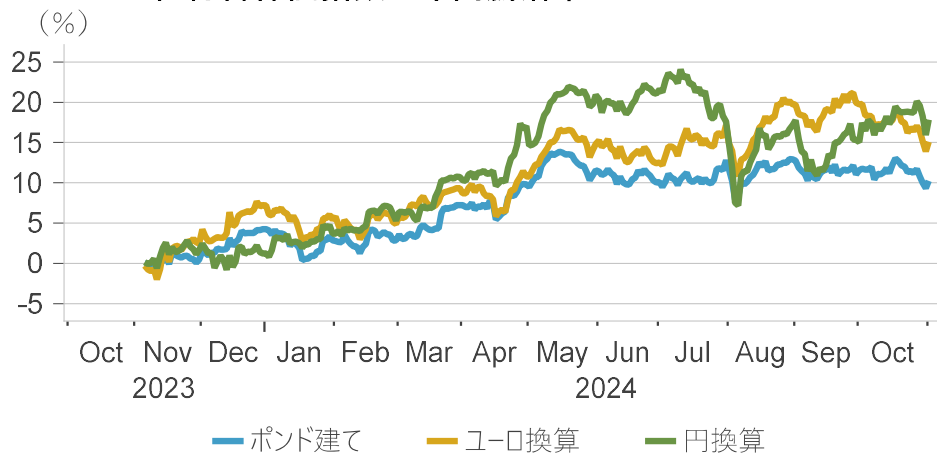


注：リスクリバーサルがプラスであればポンドの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ポンドの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

英国国債 (ギルツ) 利回り、政策金利

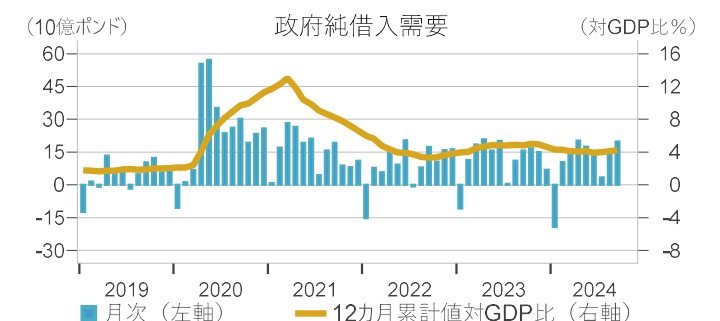
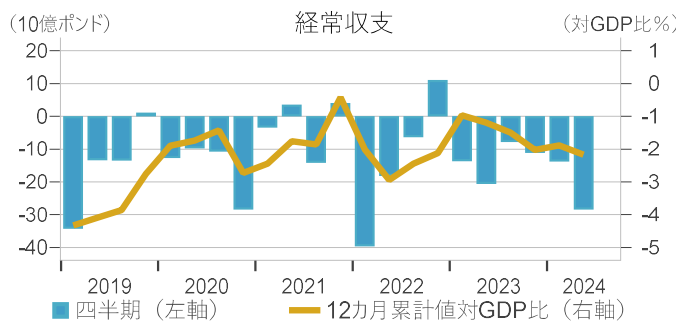
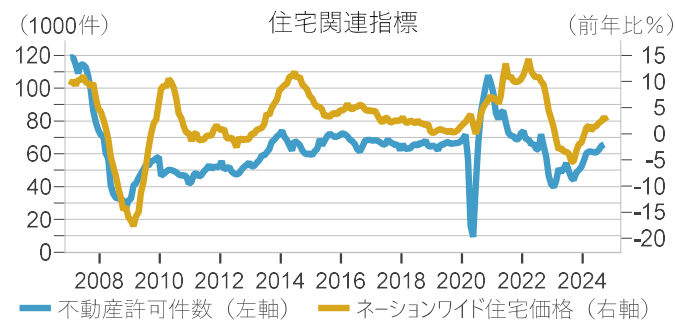
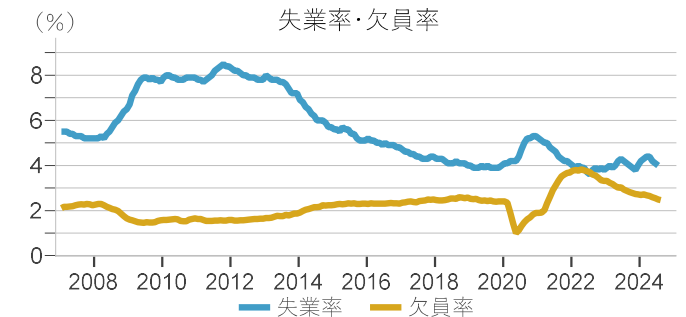
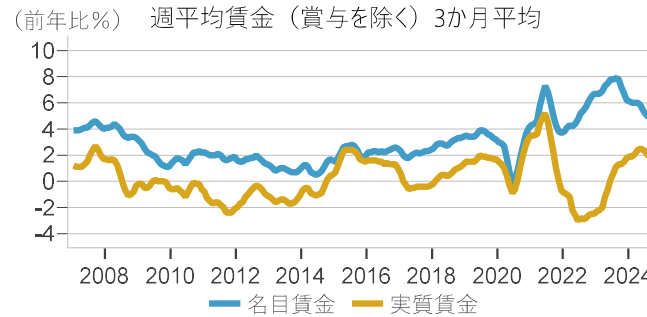
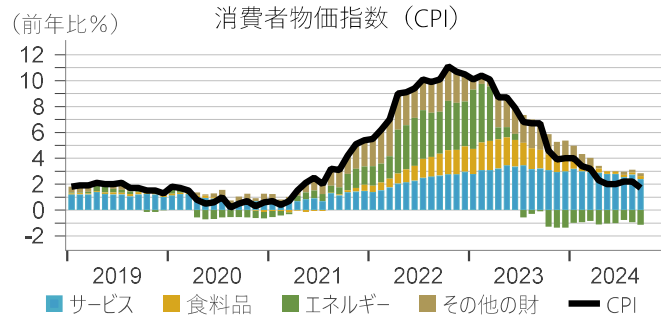
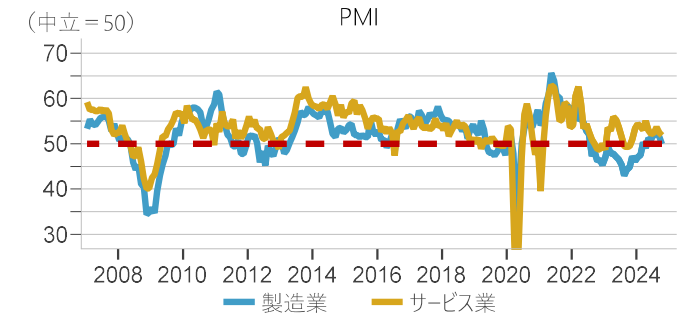
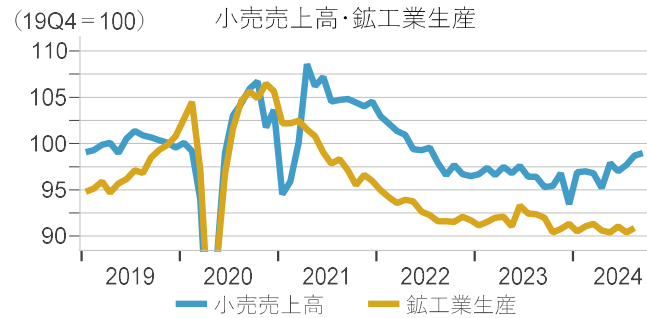
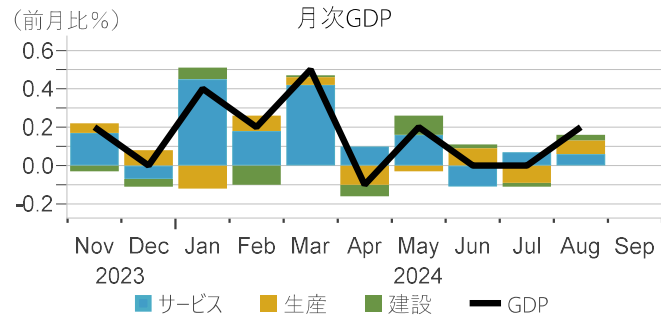


FTSE100種総合株価指数 年間騰落率



MACROBOND

英国 主要経済指標



(出所：英国家統計局、英財務省、イングランド銀行、マクロポンド、みずほ)

ユーロ圏 マーケットデータ (1 / 2)

ユーロ対ドル相場 (EURUSD)



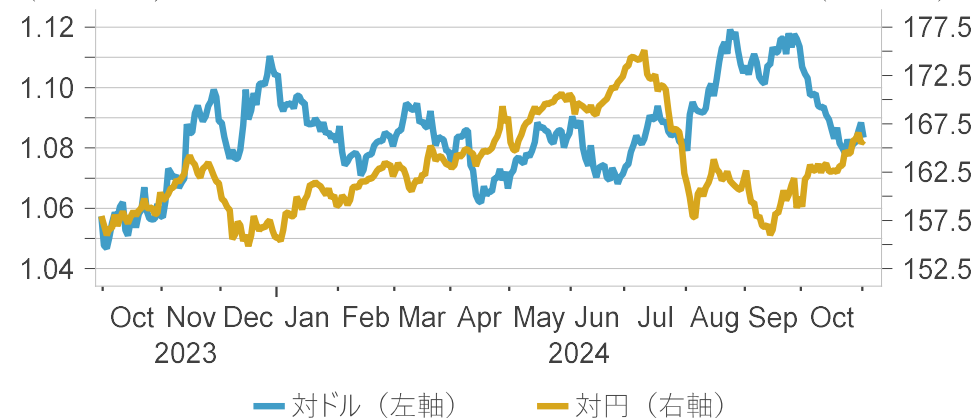
ユーロ対ポンド相場 (EURGBP)



ユーロ対円相場 (EURJPY)



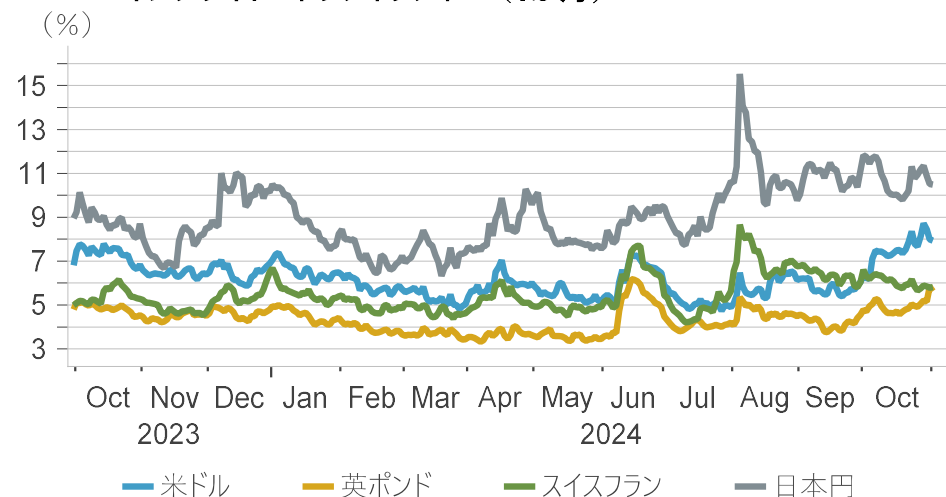
ユーロ 対ドル、対円レート ロンドン終値 日足
(EURUSD) (EURJPY)



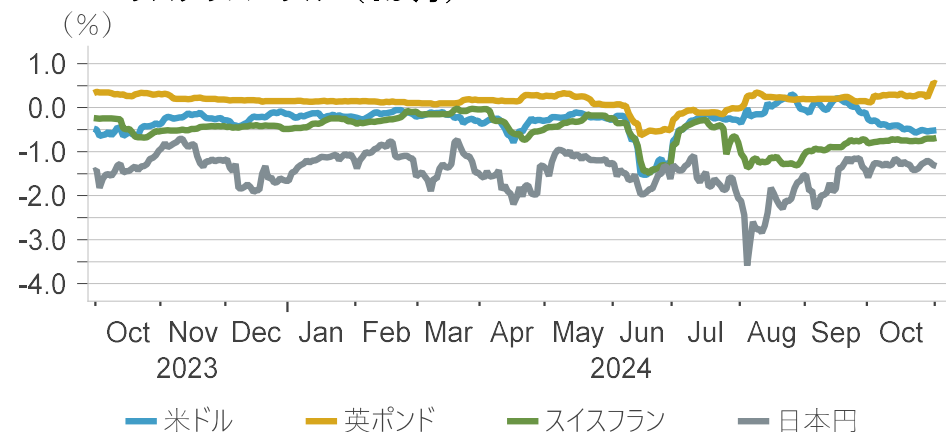
MACROBOND

ユーロ圏 マーケットデータ (2 / 2)

ユーロ インプライド・ボラティリティー (1か月)

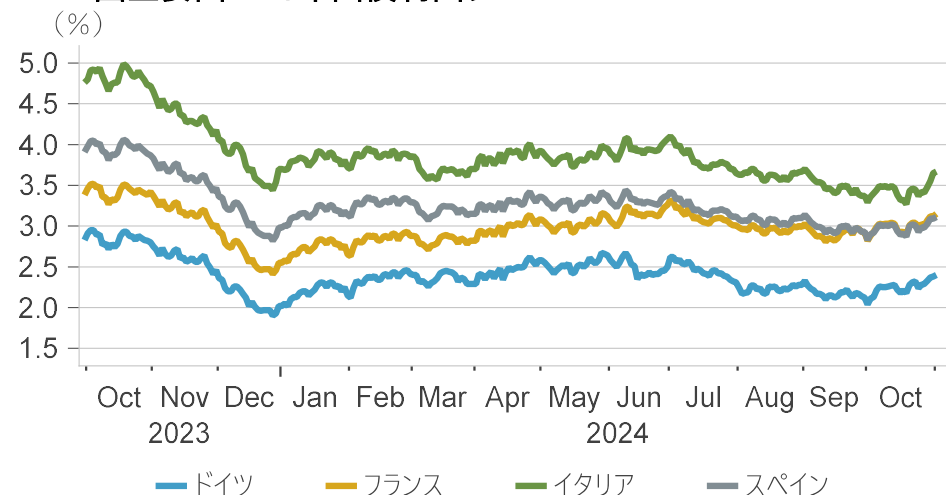


ユーロ リスクリバーサル (1か月)

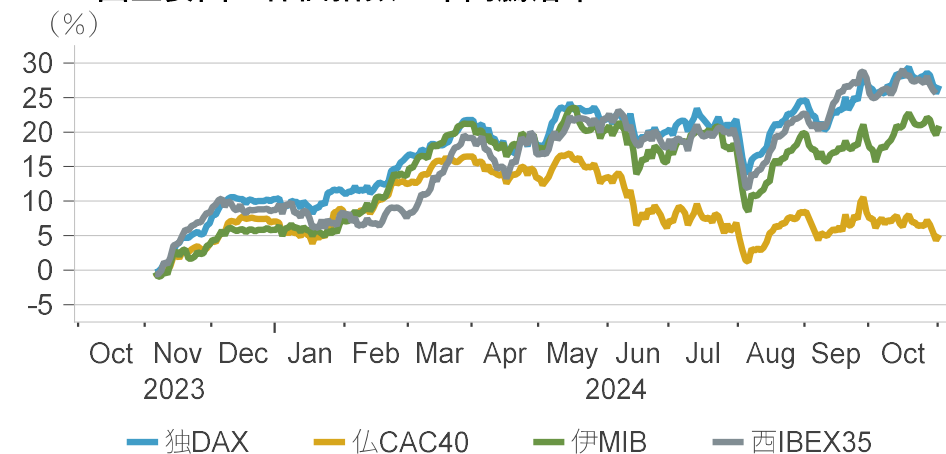


注：リスクリバーサルがプラスであればユーロの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ユーロの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

ユーロ圏主要国 10年国債利回り

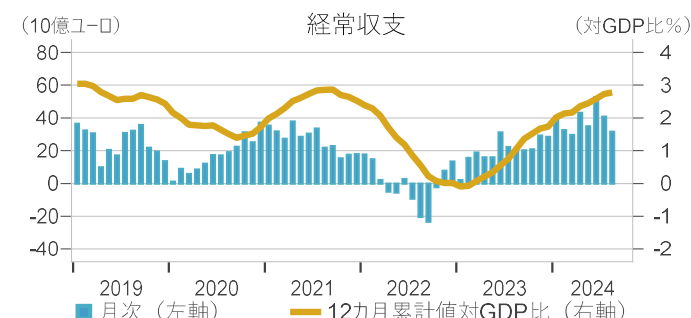
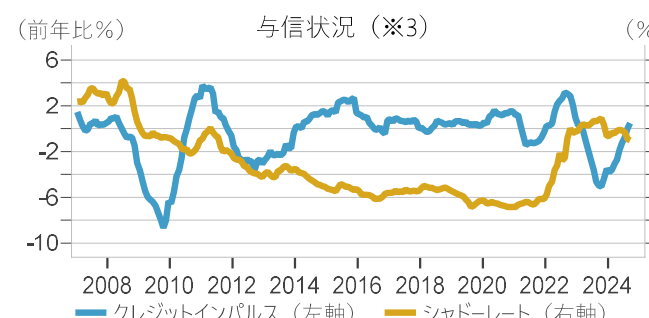
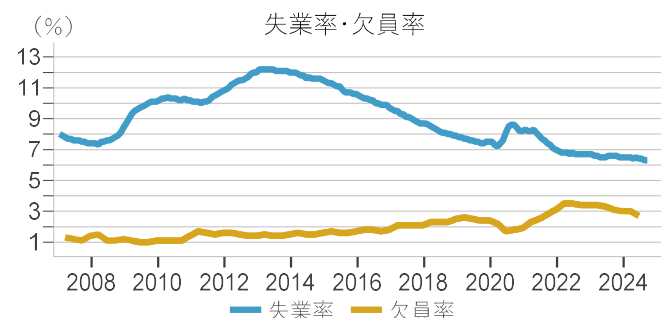
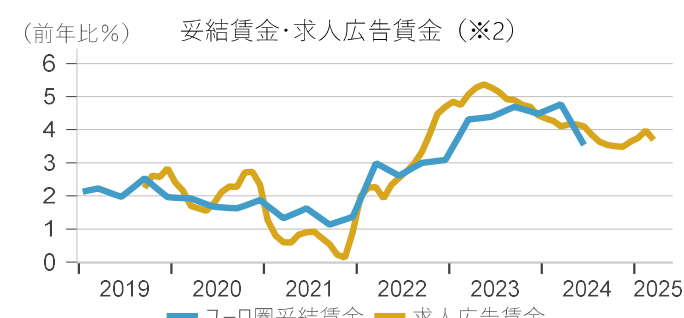
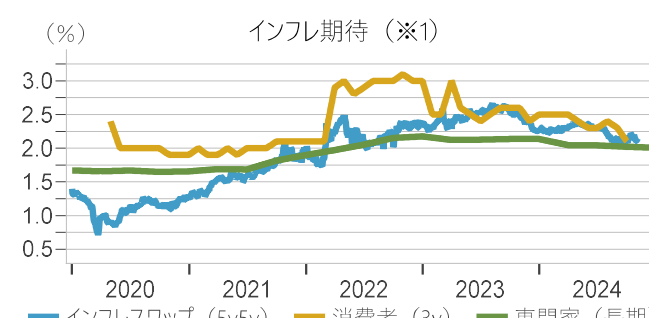
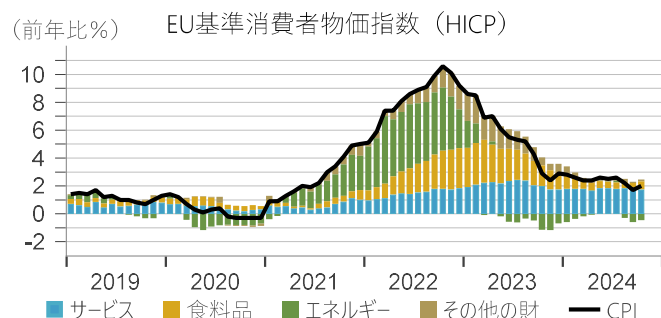
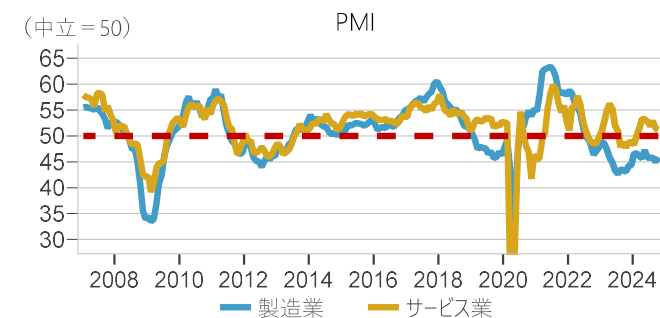
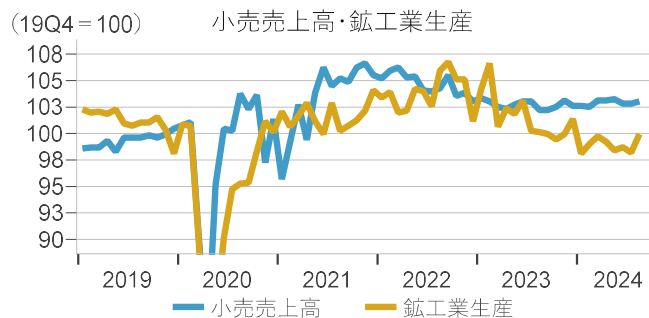
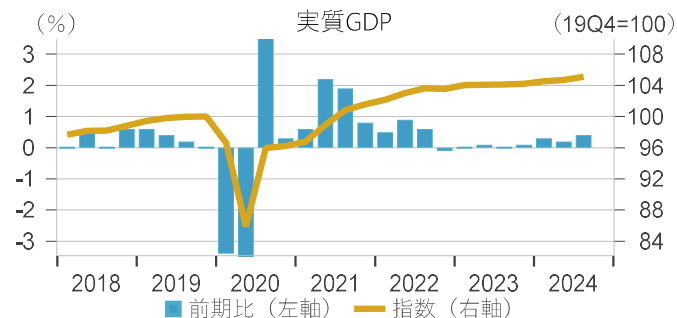


ユーロ圏主要国 株価指数 年間騰落率



MACROBOND

ユーロ圏 主要経済指標



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

スイスフラン、北欧通貨 マーケット指標

スイスフラン対ユーロ相場 (EURCHF)



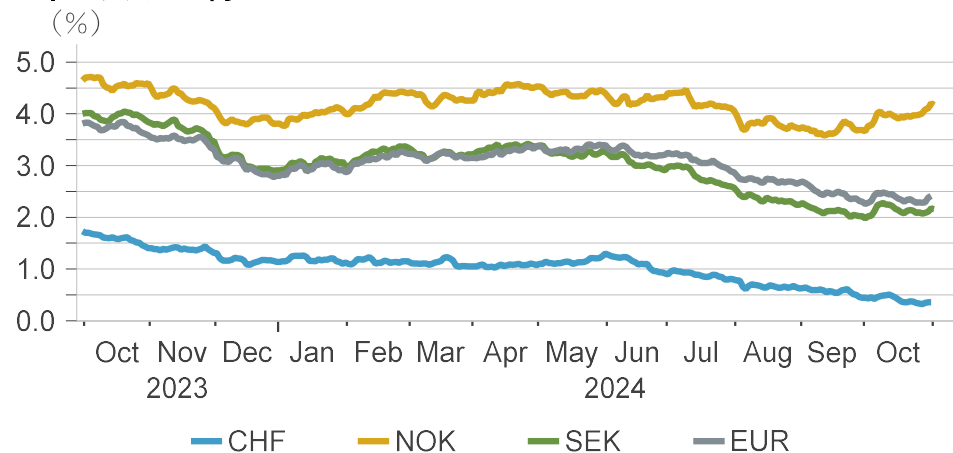
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



スウェーデンクローナ対ユーロ相場 (EURSEK)



2年スワップ金利



MACROBOND

Disclaimer

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

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

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

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

Nothing contained herein is in any way intended by any Mizuho Group Company to offer, solicit and/or market any security, securities-related product or other financial instrument which such Mizuho Group Company is otherwise prohibited by United Kingdom, U.S., Japanese or any other applicable laws, regulations, or guidelines from offering, soliciting, or marketing. For the avoidance of doubt, Mizuho Bank, Ltd. will not provide securities related business, this would be offered by the appropriate entity within Mizuho Securities Co., Ltd. You should ask questions and make inquiries on products and services provided by any Mizuho Group Securities Company directly to the party providing those services.

Any tax aspects of this proposed financial solution are non-confidential, and you may disclose any such aspect(s) of the transaction described in the Presentation to any and all persons without limitation. In particular, in the case of the United States, to ensure compliance with Internal Revenue Service Circular 230, prospective investors are hereby notified that: (A) any discussion of U.S. Federal tax issues contained or referred to in the Information book or any document referred to herein is not intended or written to be used, and cannot be used, by prospective investors to avoid penalties that may be imposed on them under the United States Internal Revenue code of 1986, as amended (the "Code"); (B) such discussions are written for use in connection with the promotion or marketing of the transactions or matter addressed herein; and (C) prospective investors should seek advice on their particular circumstances from an independent tax advisor. A Mizuho Group Company may have acted as underwriter, agent, placement agent, initial purchaser or dealer, lender on instruments discussed in the Presentation, may have provided related derivative instruments, or other related commercial or investment banking services. A Mizuho Group Company or its employees may have short or long positions or act as principal or agent in any securities mentioned herein, or enter into derivative transactions relating thereto or perform financial or advisory services for the issuers of those securities or financial instruments.

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

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

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

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

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

Mizuho Bank, Ltd., is authorised and regulated by the Financial Services Agency of Japan.

Mizuho Bank, Ltd., London Branch, is authorised by the Prudential Regulation Authority and is subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Prudential Regulation Authority are available upon request. Any eligible deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch are protected up to a total of £85,000 by the Financial Services Compensation Scheme, the UK's deposit protection scheme. This limit is applied to the total of any eligible deposit accounts with Mizuho Bank, Ltd., London Branch. Any total deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch above the £85,000 limit are not covered. For further information about your rights under the FSCS please visit <http://www.fscs.org.uk>

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