

欧州G10通貨週報

2024年11月18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 経済	2024年7-9月期の英国実質GDP成長率 は前期比+0.1%に留まる(11月15日)	若干の英金利低下、英ポンド安要因。 2024年1-3月期の前期比+0.7%、4-6月期の同+0.5%から減速。単月では9月が前月比▲0.1%の落ち込みに。10月に予算案の発表を控えていたため、不透明感から企業が慎重姿勢に転じた可能性。
英国 経済	2024年7-9月の英国週平均賃金(ボーナスを除く) は前年比+4.8%に(11月12日)	若干の英金利低下、英ポンド安要因。 賃金伸び率の鈍化傾向を確認。失業率も4.0%から4.3%に上昇しており、英国の雇用市場が緩んでいる兆しが増している。イングランド銀行(BOE)の利下げ継続を後押しする内容と見られる。もっとも、同日、BOEのビル・チーフエコノミストは「英国の賃金は依然として急速に伸びており、安心できる状況ではない」と述べている。
ユーロ圏 経済	ドイツ11月ZEW景気期待指数 は内外の政情不安を背景に低下(11月12日)	ユーロ安材料。 11月のドイツ景気期待指数(今後6か月間の見通しを判断)は7.4と、前月から5.7ポイント低下。自動車や鉄鋼といった製造業が引き続き苦境に立っている。ZEWは米大統領選でのトランプ氏の勝利と、ドイツの連立政権崩壊がドイツの景気見通しに影を落としていると述べている。

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9月鉱工業生産 は前月比▲2.0%と落ち込む (11月14日)	ユーロ圏安要因。 市場予想を上回る落ち込みとなった背景には、飛び値となりやすいアイルランドの落ち込みの影響が大きかったと見られるが、ドイツをはじめ域内の製造業が不振に陥っている構図から脱していないことが改めて示される。
ユーロ圏 経済	欧州委員会の最新予測 はユーロ圏の2025年の実質GDP成長率が1.3%増加すると予想(11月15日)	EUの成長率は、インフレ率の低下、記録的な低失業率、消費と投資の回復により、徐々に回復している。しかし、域内の構造的な課題や地政学的なリスクへの警戒は根強い。欧州委員会は5月時点の見通しと比較して、欧州中央銀行(ECB)の利下げペースが加速すると見込んでいる。トランプ氏の復権は欧州経済にとってさらなるリスク要因に。
ユーロ圏 経済	11月19日発表の ユーロ圏の2024年7-9月期の妥結賃金 は伸びが再加速の公算	ユーロ圏高要因となる可能性。 ユーロ圏の妥結賃金は2024年4-6月期には前年比+3.6%と1-3月期の同+4.7%から伸びが減速していた。しかし、ドイツの妥結賃金の再加速を受け(2024年6月～8月の3か月平均で前年比+7.4%)、ユーロ圏全体の妥結賃金の伸び率も再加速する見込み。
ノルウェー 経済	ノルウェーの10月コアインフレ率は前年比+2.7%と2022年以来の最低水準に。(11月11日)	ノルウェー中央銀行の年明け初頭の利下げ開始という市場の見方を裏付ける結果。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「英国でも「安楽死」の是非を巡る法案審議へ」

先週は、出張でオランダのアムステルダムに半年ぶりに行ってきました。アムステルダムは海運を生かした港湾都市で、歴史的に、多くの思想犯、政治犯を受け入れるなど自由を尊重する都市として発展してきましたが、その気風は現代にも引き継がれています。とりわけ、先進国でタブーとされているような売春、ドラッグが合法で、アムステルダム中央駅の付近では、運河沿いの美しい街並みから少し路地に入ったところにはRed Light District（「飾り窓」地区）や、大麻などのドラッグが公然と売られている「コーヒーショップ」があります。

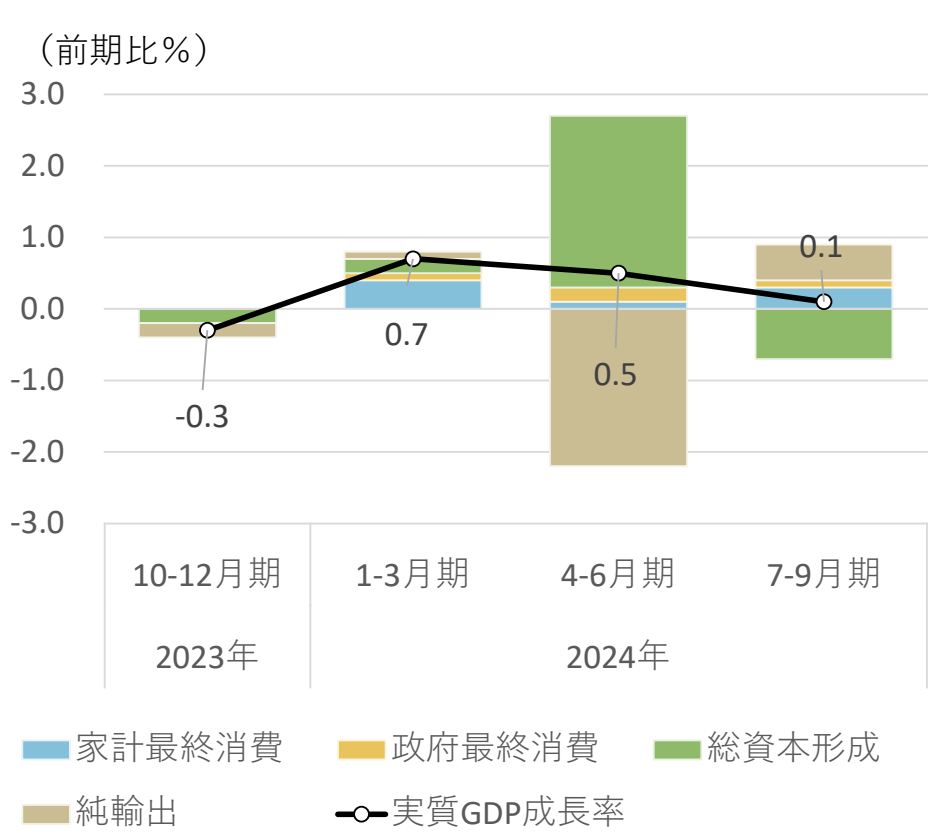
また、オランダは2002年に世界で初めて安楽死を合法とした国でもあります。安楽死を巡っては、英国でも11月29日に、終末期患者の「安楽死」を認め、制度化する法案が審議されます。2015年に同様の法案は否決されましたが、近年は国民感情が変化しているとの指摘もあるようです。11月14日には、国会議事堂（ビッグベン）の近くの広場で安楽死（Assisted dyingと「幫助死」のニュアンスで主張されています）賛成派が、当事者達の生の声を届けるためにメッセージカードを展示したことがBBCでも報じられています。

日本では、先般の衆議院選挙でも話題となったように、超高齢化社会の中で、安楽死に対する議論は、ともすれば「現役世代の負担軽減」といった社会保障論に傾きがちなように感じますが、英国や欧州での安楽死を巡る議論を見ていると、焦点は個人の選択の尊重の是非に置かれているように思います。ただ、それでも多くの議論を呼ぶテーマであることに変わりはありません。

終末期に耐えがたい苦痛の中で亡くなるよりも安らかな死を、という主張は理解できる面もあるように感じますが、一方で、安楽死のために薬を処方したり処置を行わなければならない医師や看護師の精神的な負担や、重病人や高齢者、障害者といった人々が自分の人生を終わらせるように圧力をかけられる可能性、といった懸念は拭えるものではないように思います。「ガーディアン」紙はカトリックやイスラム教など自殺が禁止されている宗教の団体からの懸念の声も伝えています。オランダもこうした議論とは無縁ではなかったと思いますが、そうした中でも世界に先駆けて安楽死が法制化されたのは、「自分の人生は自分で決める」という自由の精神が尊重される土壤があるからだと思います。

英国 2024年7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%に留まる（11月15日）

英国 実質GDP成長率（前期比%）



（出所：英国家統計局、ブルームバーグ、みずほ）

英国 実質GDP成長率（前期比%） 内訳

		構成比 (%)	23 Q4	24 Q1	24 Q2	24 Q3
実質GDP成長率		100	▲0.3	+0.7	+0.5	+0.1
需要項目別	家計最終消費	61	0	+0.6	+0.2	+0.5
	政府最終消費	21	▲0.2	+0.3	+1.1	+0.6
	総固定資本形成	18	+0.7	+1.2	+0.6	+1.1
	輸出	32	+0.1	▲1	▲0.3	▲0.2
	輸入	32	+0.8	▲1.2	+6.3	▲1.5
産業別	農林水産業	1	+0.2	▲0.4	+0.4	+1.1
	鉱工業	13	▲1.5	+0.1	▲0.3	▲0.2
	製造業	9	▲1.2	+0.7	▲0.7	+0.2
	建設業	6	▲0.4	▲0.7	▲0.2	+0.8
	サービス業	80	▲0.1	+0.9	+0.6	+0.1
	卸売・小売	10	▲0.6	+0.5	▲0.2	+0.6
	輸送・倉庫	3	+1	+3.5	+2.1	▲0.4
	宿泊・フードサービス	3	+0.2	+0.5	+1.1	+0.8
	情報通信	6	▲0.8	+0.8	+2.8	▲0.3
	金融・保険業	9	▲0.2	+0.7	▲0.5	▲0.3
	不動産業	13	+0.3	+0.4	+0.3	+0.2
	企業向けサービス	14	▲0.2	+1.4	+1.3	+0.3
	公的サービス・教育・福祉	20	+0.1	+0.9	+0.4	+0.3

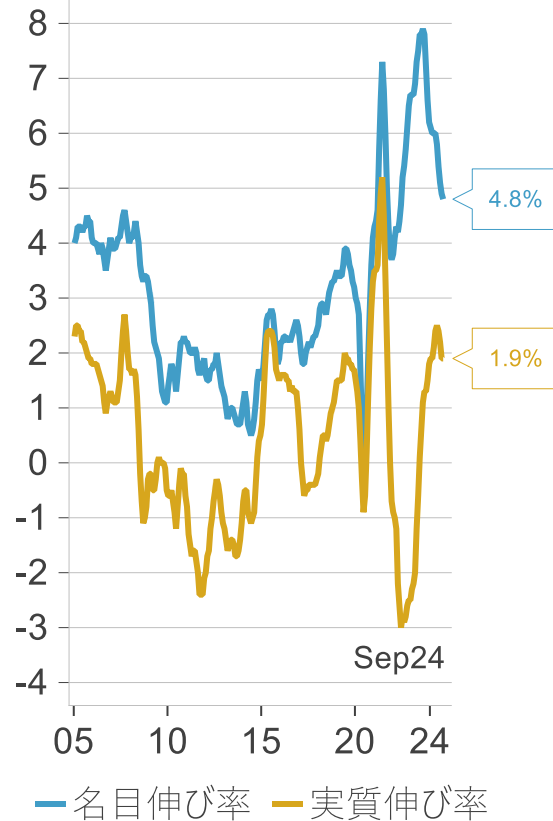
注：構成比は2023年の名目GDP、もしくは総付加価値（GVA）生産額で算出。
（出所：英国家統計局、ブルームバーグ、みずほ）

2024年1-3月期の前期比+0.7%、4-6月期の同+0.5%から減速。単月では9月が前月比▲0.1%の落ち込み。10月に予算案の発表を控えていたため、不透明感から企業が慎重姿勢に転じた可能性。

英国 2024年7-9月の週平均賃金（ボーナスを除く）は前年比+4.8%に（11月12日）

週平均賃金（賞与を除く）3か月平均

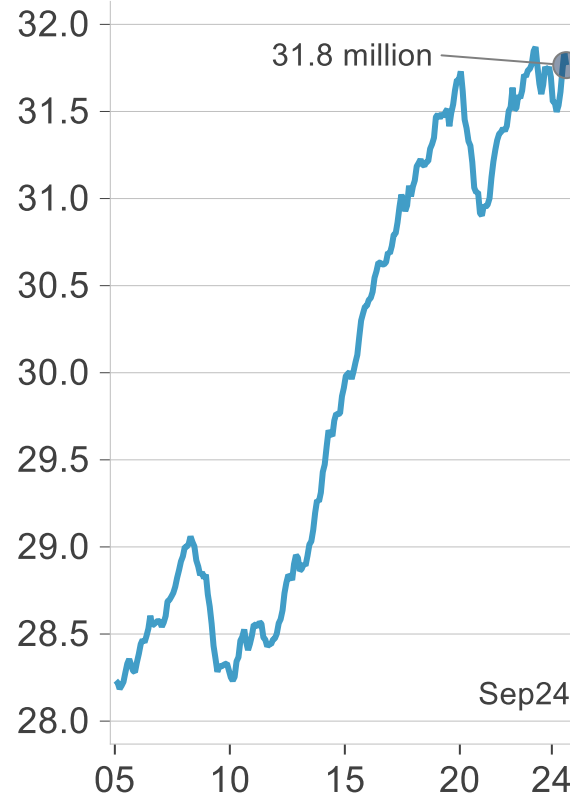
（前年比％）



（出所：英国家統計局（ONS）、マクロボンド、みずほ）

雇用者数

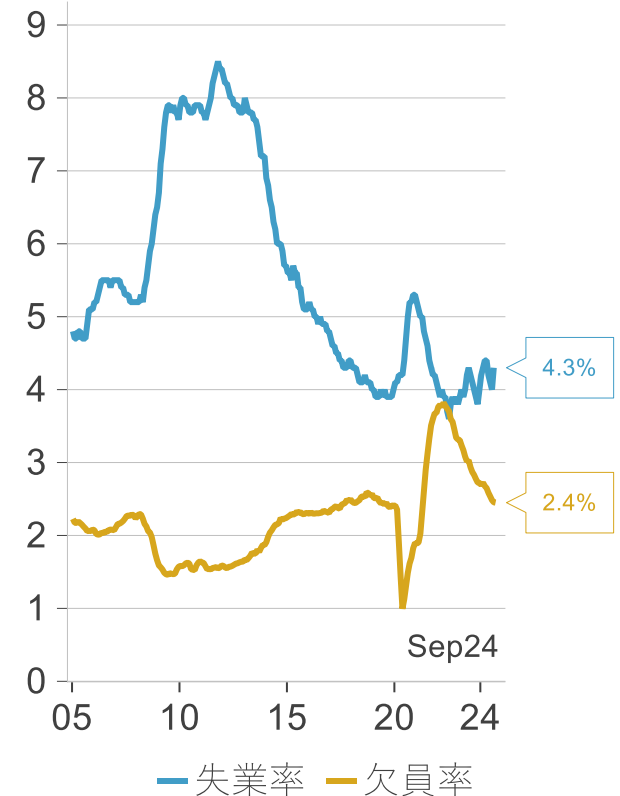
（100万人）



注：3か月平均 16歳～64歳
（出所：英国家統計局（ONS）、マクロボンド、みずほ）

失業率・欠員率

（％）

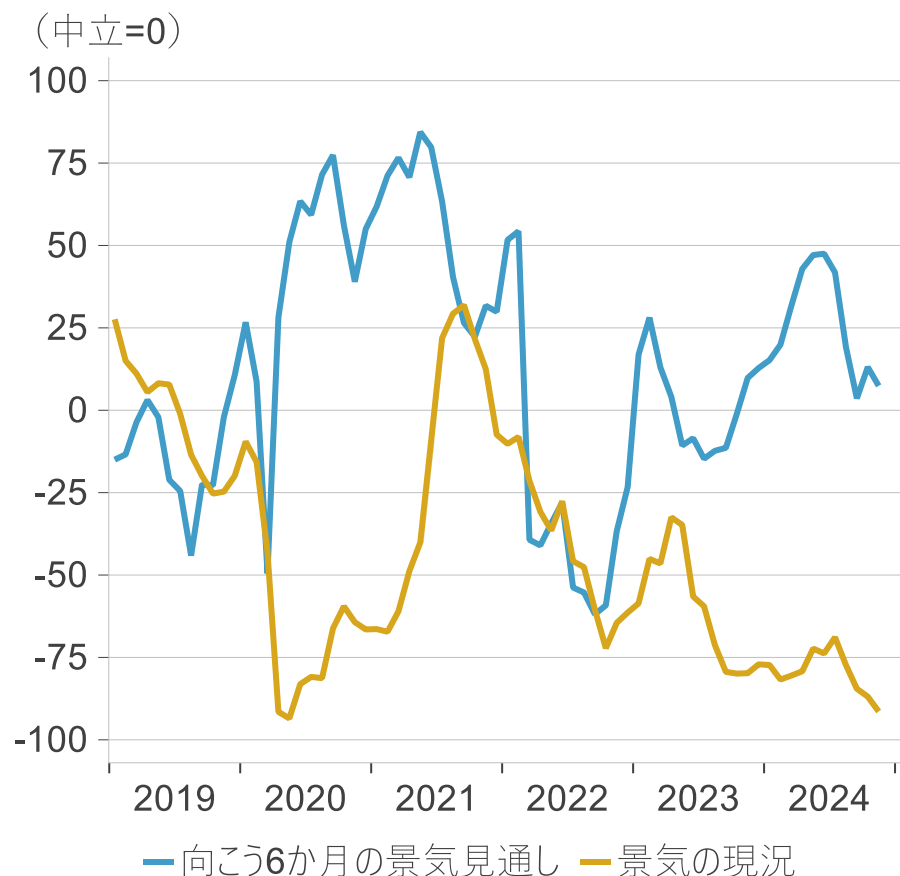


注：3か月平均
（出所：英国家統計局（ONS）、マクロボンド、みずほ）

賃金伸び率の鈍化傾向を確認。失業率も4.0%から4.3%に上昇しており、英国の雇用市場が緩んでいる兆しが増している。イングランド銀行（BOE）の利下げ継続を後押しする内容と見られる。もっとも、同日、BOEのピル・チーフエコノミストは「英国の賃金は依然として急速に伸びており、安心できる状況ではない」と述べている。

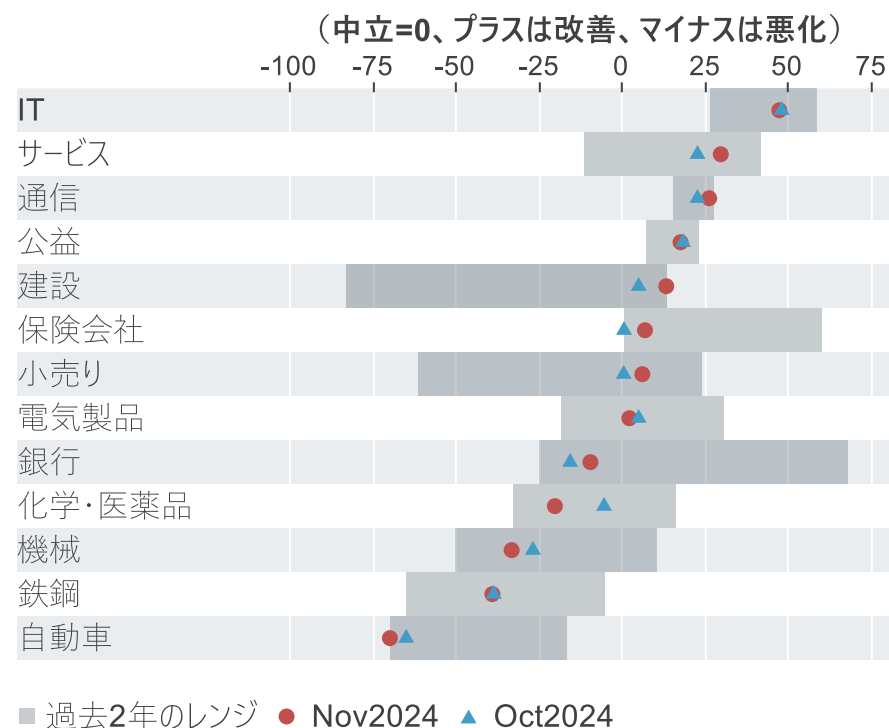
ドイツ 11月ZEW景気期待指数は内外の政情不安を背景に低下（11月12日）

ドイツ経済（ZEW景況感指数）



（出所：ZEW、マクロボンド、みずほ）

セクターごとの動向



（出所：ZEW、マクロボンド、みずほ）

11月のドイツ景気期待指数（今後6か月間の見通しを判断）は7.4と、前月から5.7ポイント低下。自動車や鉄鋼といった製造業が引き続き苦境に立っている。ZEWは米大統領選でのトランプ氏の勝利と、ドイツの連立政権崩壊がドイツの景気見通しに影を落としていると述べている。

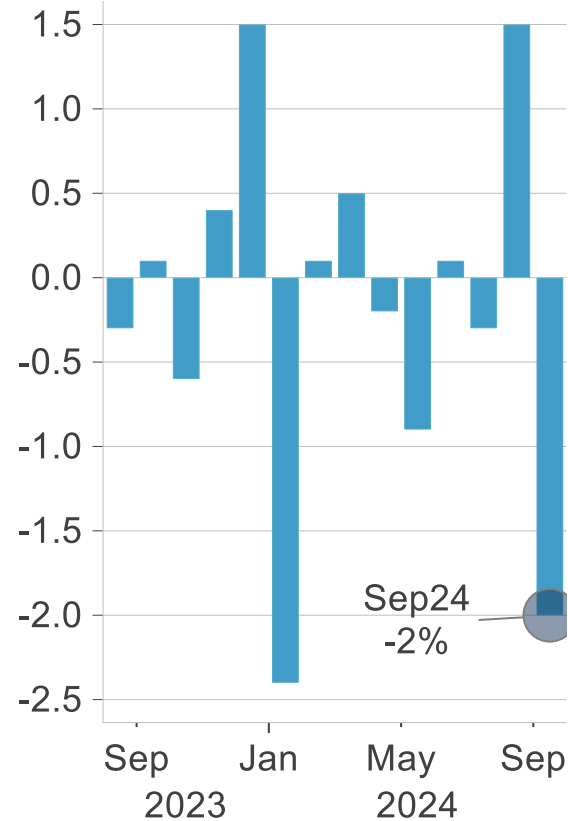
ユーロ圏 9月鉱工業生産は前月比▲2.0%と落ち込む（11月14日）

ユーロ圏 鉱工業生産指数 前月比

労働日数・季節調整済指数

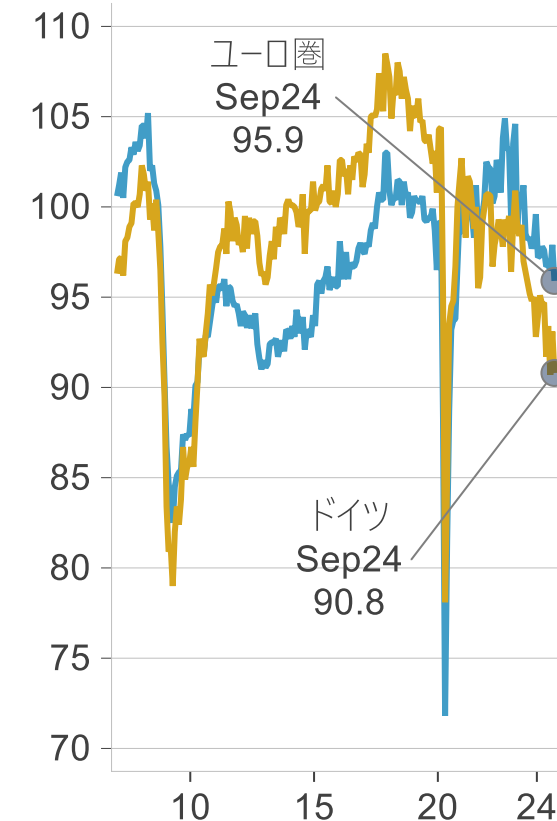
各国鉱工業生産（2024年9月）

（前月比%）

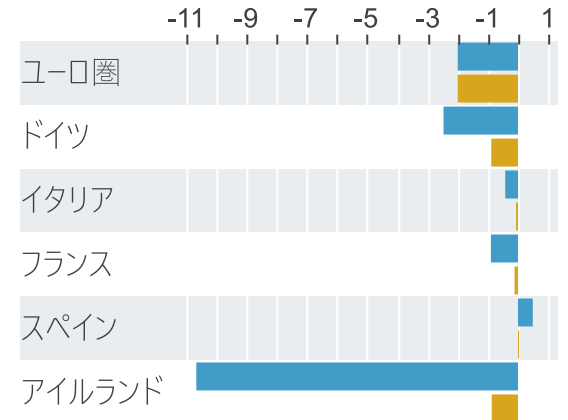


（出所：ユーロスタット、マクロボンド、みずほ）

（2021=100）



（出所：ユーロスタット、ドイツ統計局、マクロボンド、みずほ）

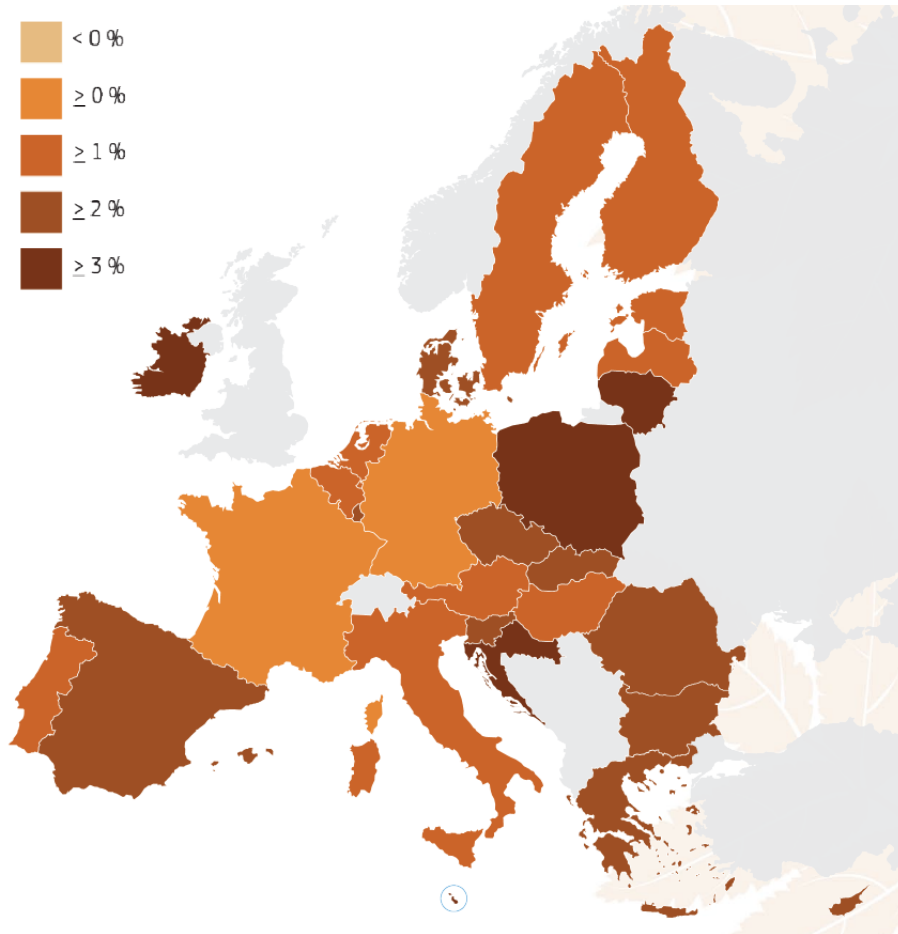


■ 前月比 ■ ユーロ圏全体への寄与度
（出所：ユーロスタット、各国統計、マクロボンド、みずほ）

市場予想を上回る落ち込みとなった背景には、飛び値となりやすいアイルランドの落ち込みの影響が大きかったと見られるが、ドイツをはじめ域内の製造業が不振に陥っている構図から脱していないことが改めて示される。

欧州委員会はユーロ圏の2025年の実質GDP成長率が1.3%増加すると予測（11月15日）

2025年実質GDP成長率ヒートマップ（出所：欧州委員会）



見通しに関するコメント抜粋

ドイツ経済は2024年は前年比▲0.1%と落ち込むが、2025年には同+0.7%と拡大を予想。製造業に対する国内外の需要の低迷と高い不確実性が重石となる一方、実質家計所得の回復に伴う消費拡大や、住宅需要とインフラ需要の回復を見込んでいる。

フランス経済は2024年の前年比+1.1%から2025年には同+0.8%と伸びが減速すると予想。2024年は輸送機器輸出や、公共消費と投資が成長を支えているが、2025年には財政の引き締めスタンスがGDP成長率の重石となる見込み。

イタリア経済は2024年は前年比+0.7%、2025年は同+1.0%と成長加速を見込む。堅調な雇用市場と賃金の伸びを背景に個人消費の伸びが加速。住宅税額控除の段階的な廃止は重石となるも、EUからの復興資金流入加速が投資の支えに。

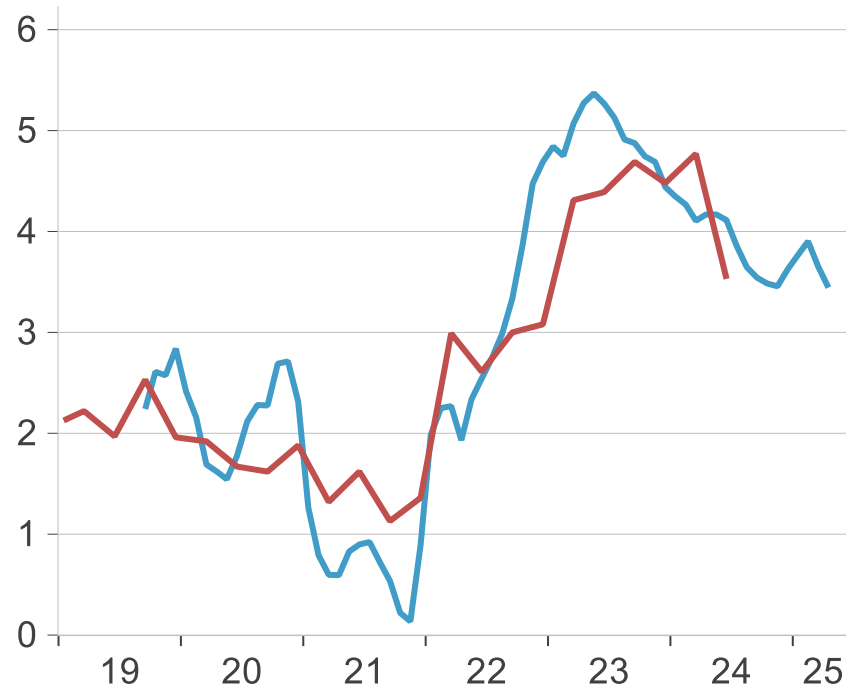
スペイン経済は2024年に前年比+3.0%と力強く拡大、2025年には同+2.3%と減速しつつも高い伸びを維持すると見込む。堅調な雇用・賃金上昇を背景に個人消費が伸びているほか、観光業も好調。2025年から2026年にかけて投資の拡大も見込んでいる。

EUの成長率は、インフレ率の低下、記録的な低失業率、消費と投資の回復により、徐々に回復している。しかし、域内の構造的な課題や地政学的なリスクへの警戒は根強い。欧州委員会は5月時点の見通しと比較して、欧州中央銀行（ECB）の利下げペースが加速すると見込んでいる。トランプ氏の復権は欧州経済にとってさらなるリスク要因に。

11月19日発表のユーロ圏の2024年7-9月期の妥結賃金は伸びが再加速の公算

ユーロ圏妥結賃金とIndeed求人広告賃金

(前年比%)



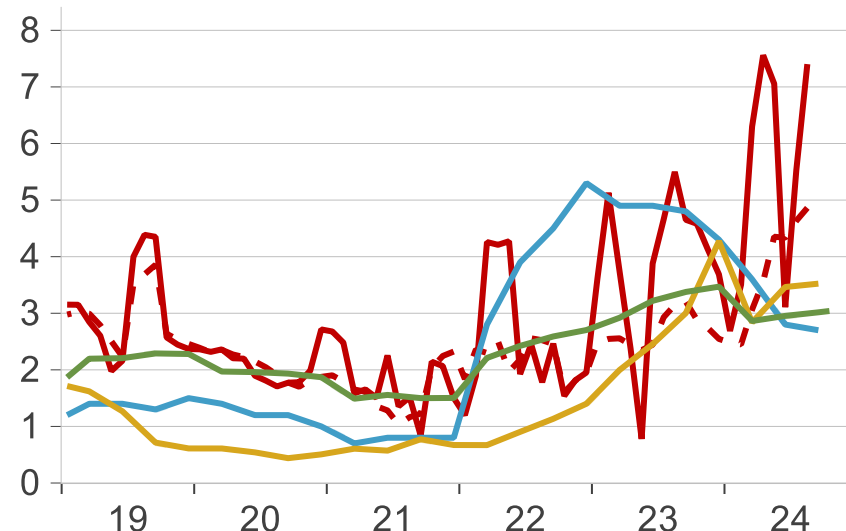
— ユーロ圏妥結賃金 (2024 Q2: 前年比3.53%)

— 求人広告賃金 (Oct2024: 前年比3.44%)

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)

ドイツ、フランス、イタリア、スペイン各国妥結賃金

(前年比%)



— ドイツ含む一時金(Aug24: 前年比7.40%)

- - ドイツ除く一時金(Aug24: 前年比4.86%)

— フランス(2024 Q3: 前年比2.70%)

— イタリア(2024 Q3: 前年比3.52%)

— スペイン(2024 Q3: 前年比3.04%)

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、マクロボンド、みずほ)

ユーロ圏の妥結賃金は2024年4-6月期には前年比+3.6%と1-3月期の同+4.7%から伸びが減速していた。しかし、ドイツの妥結賃金の再加速を受け（2024年6月～8月の3か月平均で前年比+7.4%）、ユーロ圏全体の妥結賃金の伸び率も再加速する見込み。

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。

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には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

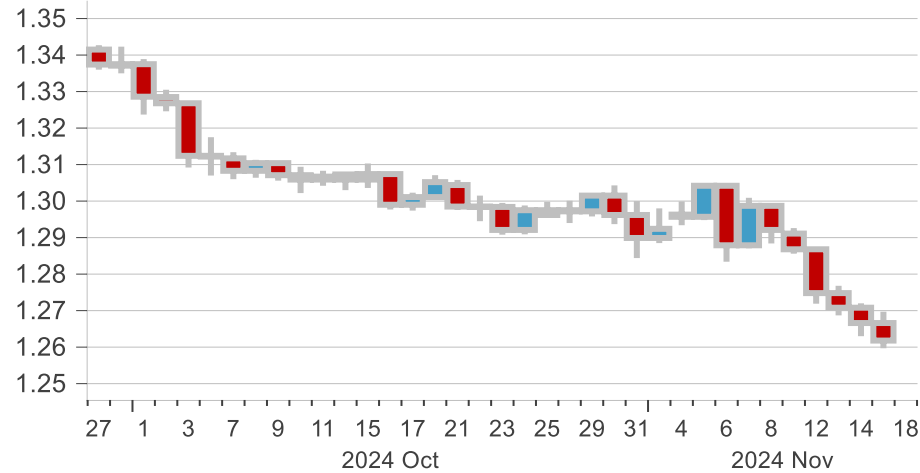
弱い経済指標を受けて、リクスバンクの利下げ拡大観
測が台頭

- 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%を大きく下回った。リクスバンクの5月以降、累計75bpの利下げに関わらず、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。

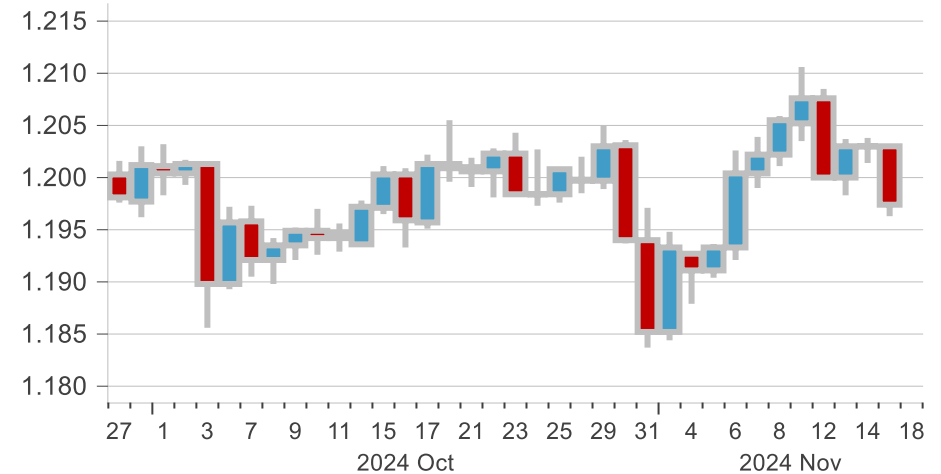
マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

英国 マーケットデータ (1 / 2)

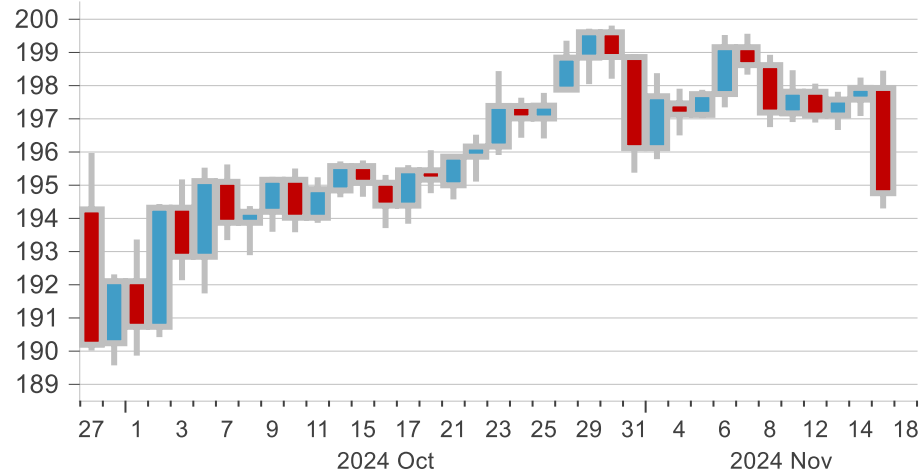
ポンド対ドル相場 (GBPUSD)



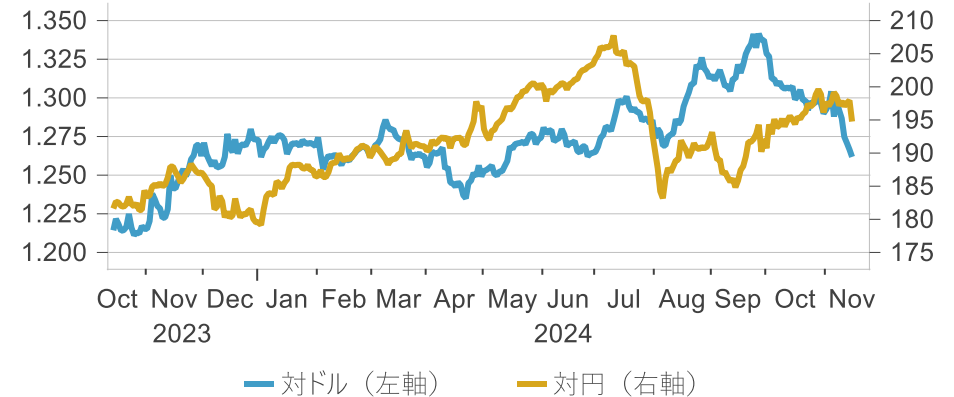
ポンド対ユーロ相場 (GBPEUR)



ポンド対円相場 (GBPJPY)



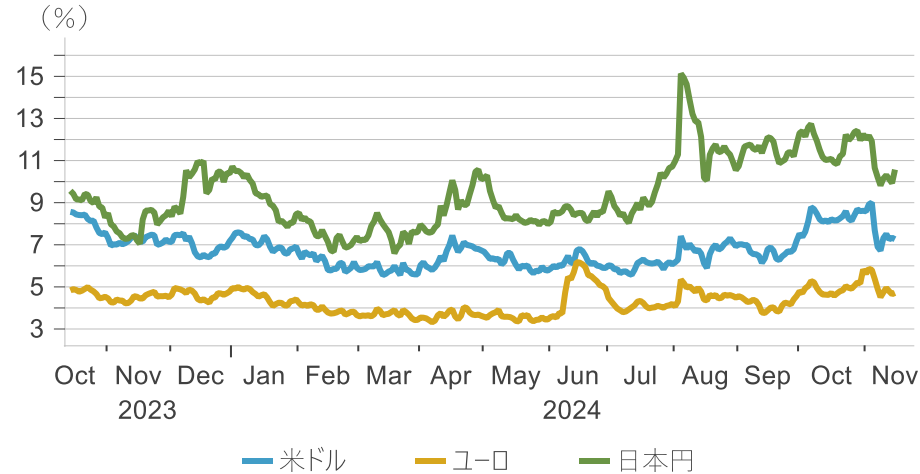
ポンド 対ドル、対円レート ロンドン終値 日足
(GBPUSD)



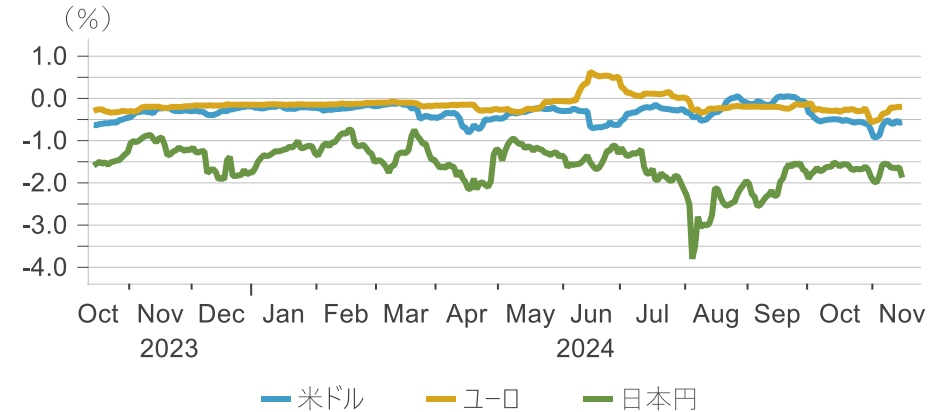
MACROBOND

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)

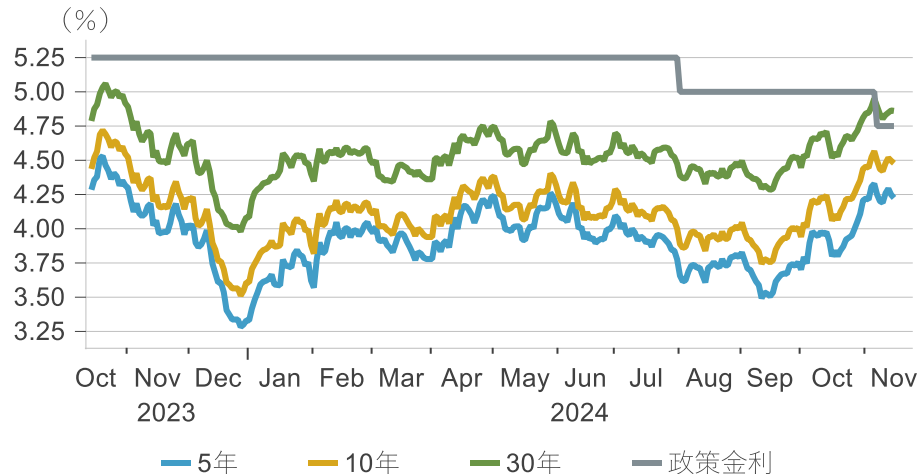


ポンド リスクリバーサル (1か月)

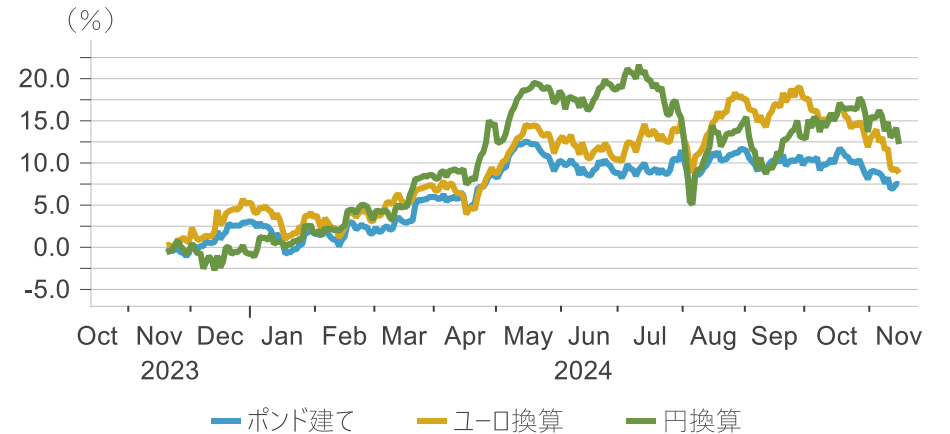


注：リスクリバーサルがプラスであればポンドの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ポンドの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

英国国債 (ギルツ) 利回り、政策金利

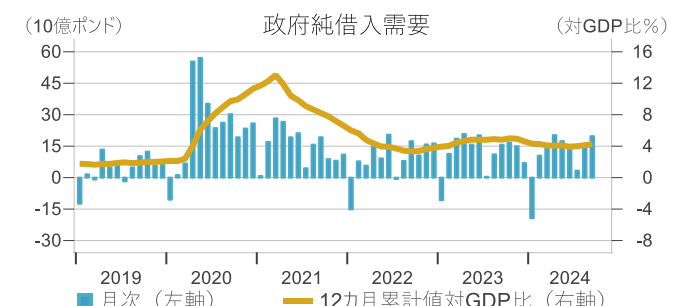
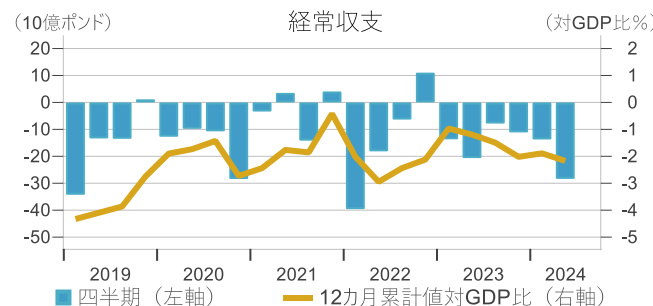
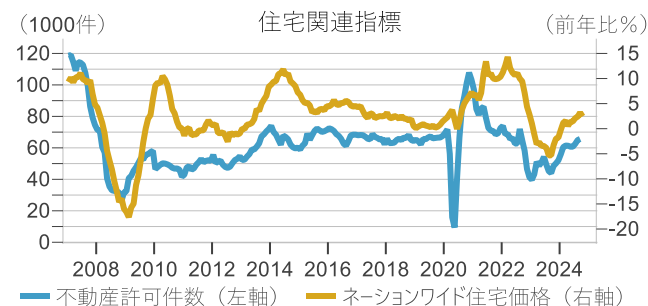
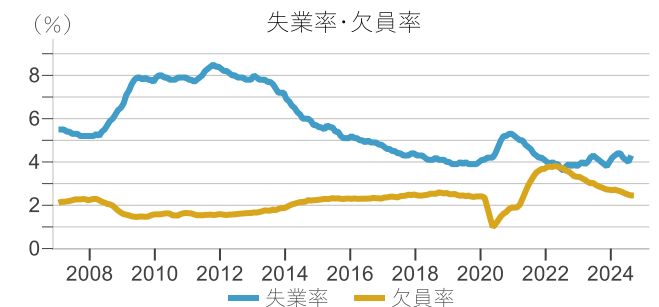
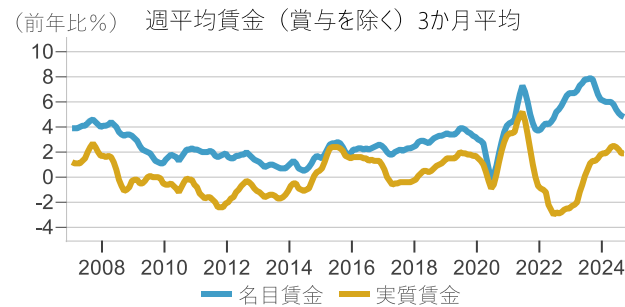
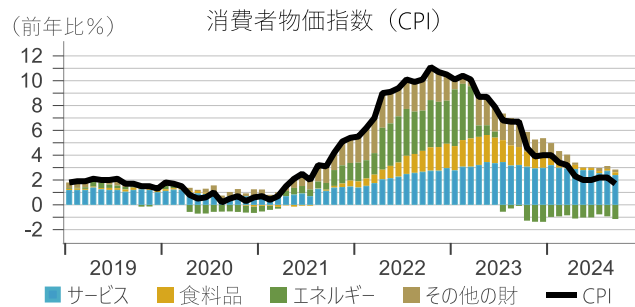
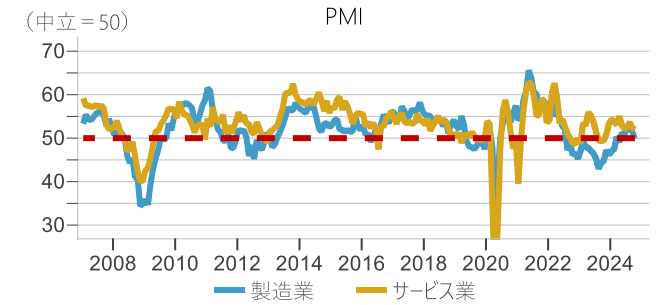
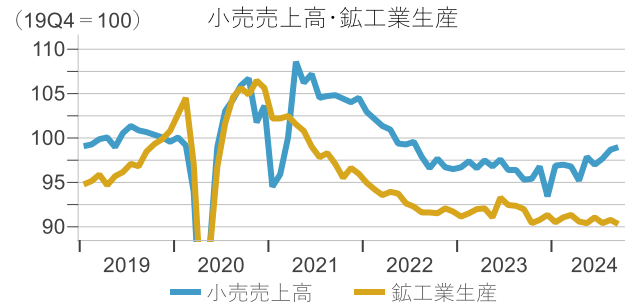
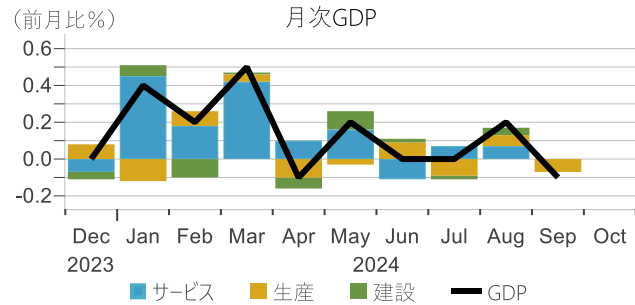


FTSE100種総合株価指数 年間騰落率



MACROBOND

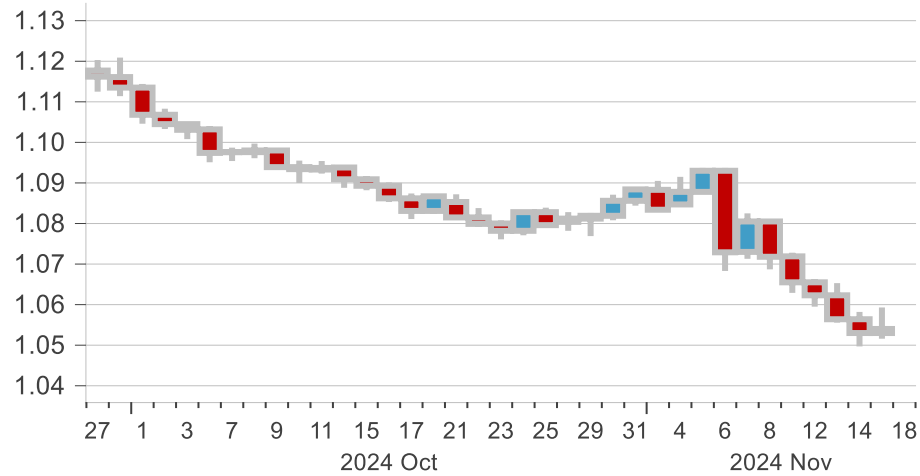
英国 主要経済指標



(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）



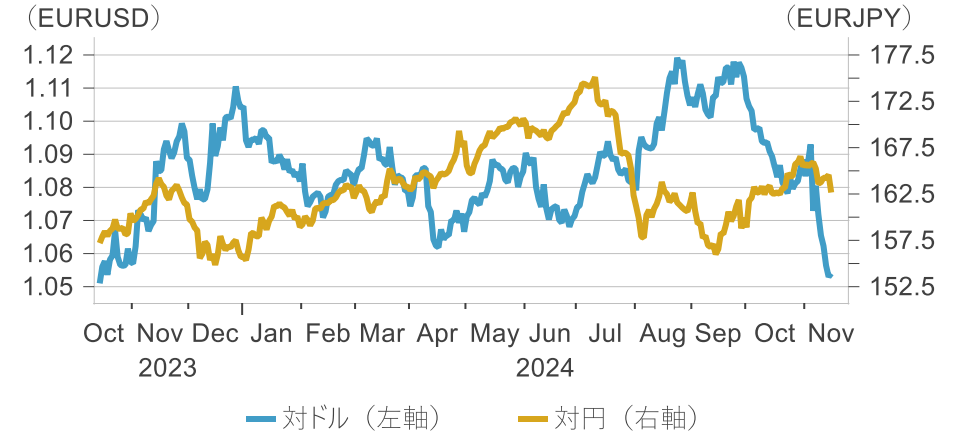
ユーロ対ポンド相場（EURGBP）



ユーロ対円相場（EURJPY）



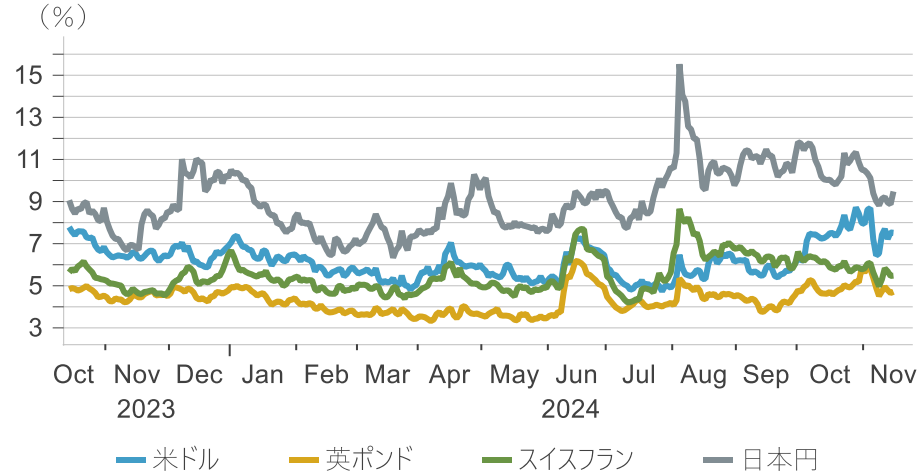
ユーロ 対ドル、対円レート ロンドン終値 日足



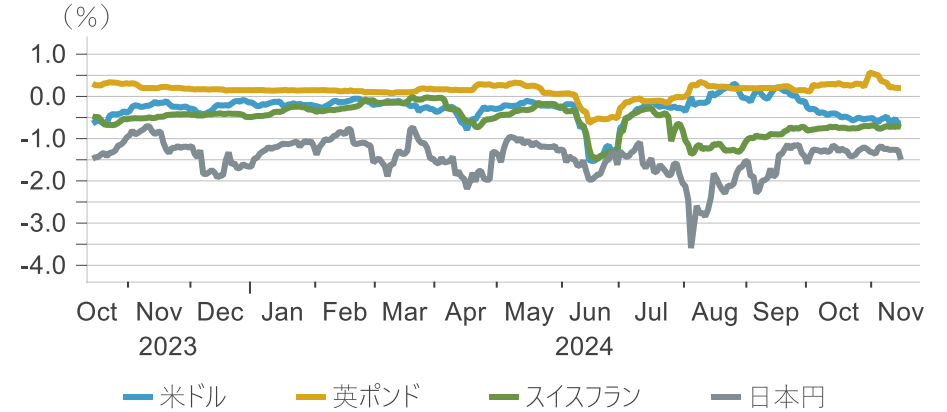
MACROBOND

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)

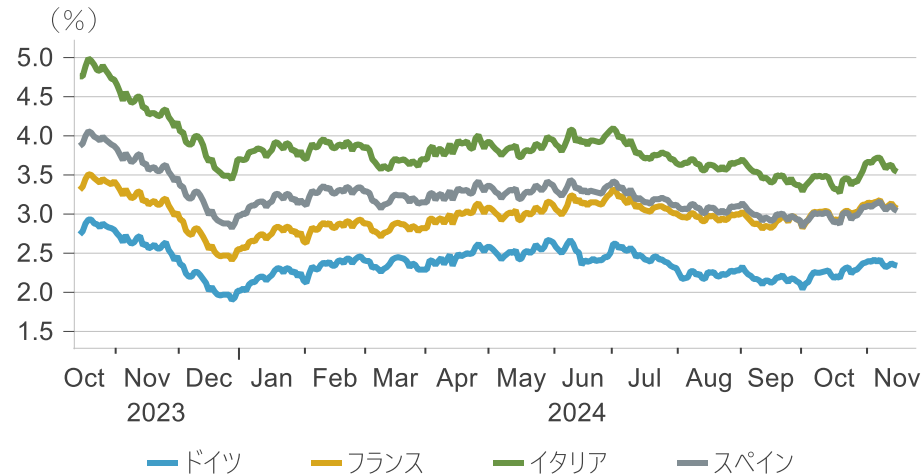


ユーロ リスクリバーサル (1か月)

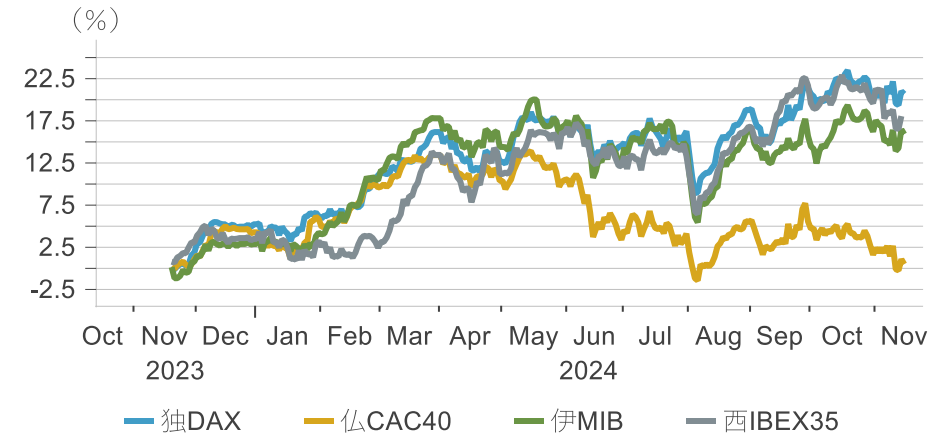


注：リスクリバーサルがプラスであればユーロの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ユーロの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

ユーロ圏主要国 10年国債利回り

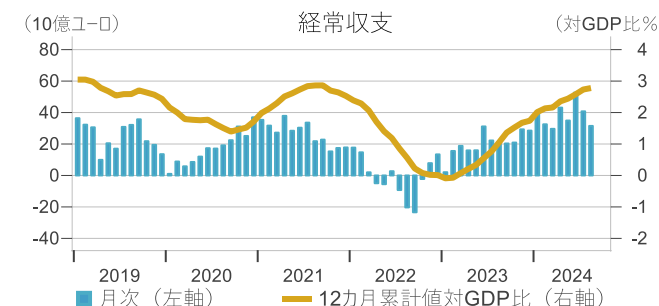
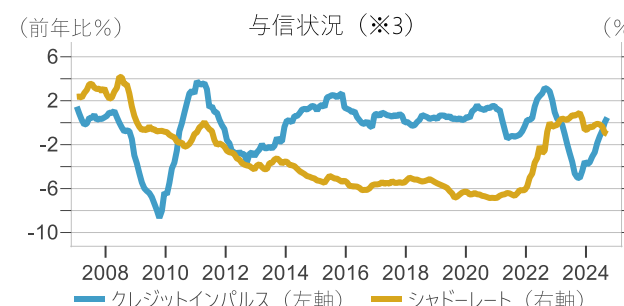
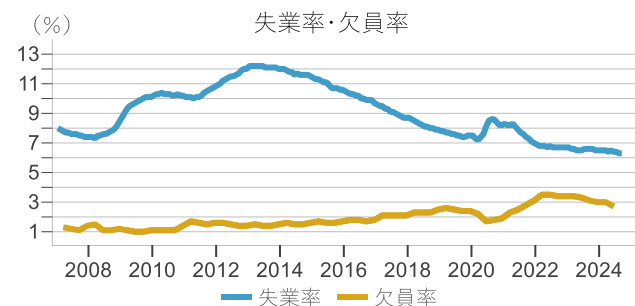
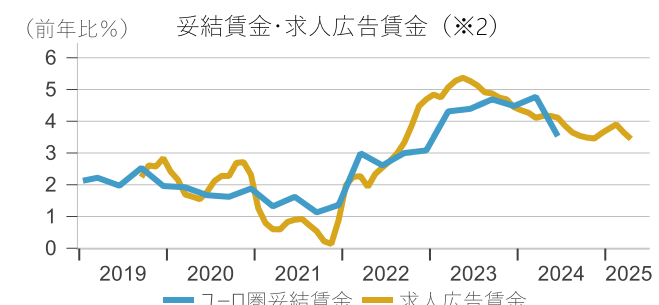
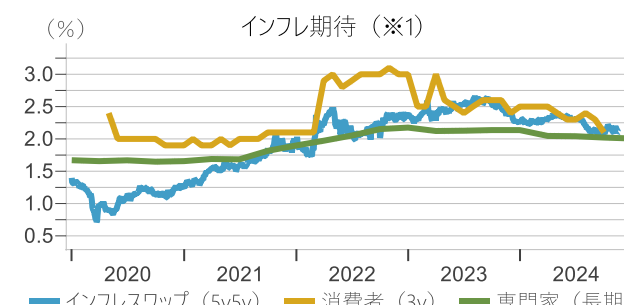
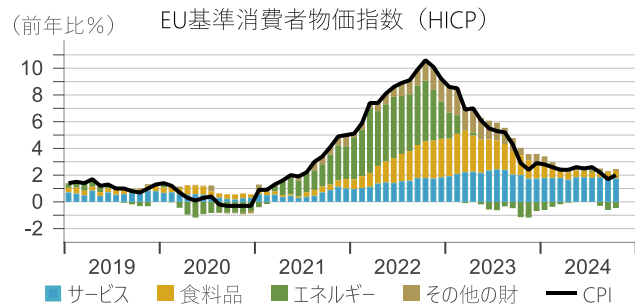
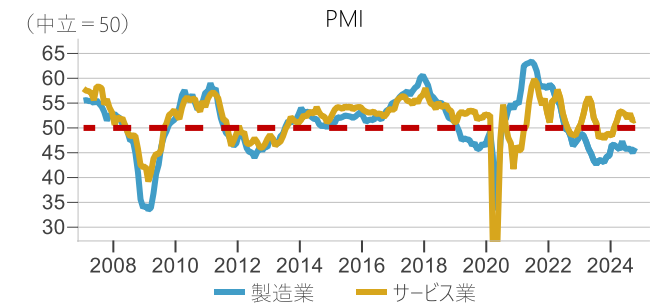
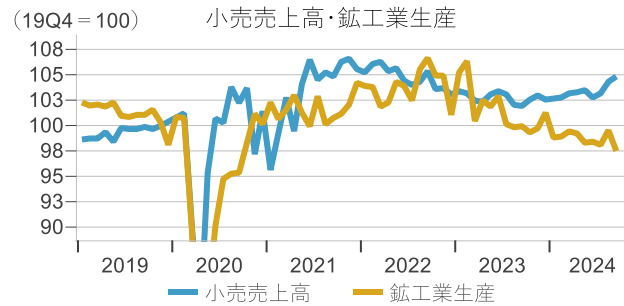


ユーロ圏主要国 株価指数 年間騰落率



MACROBOND

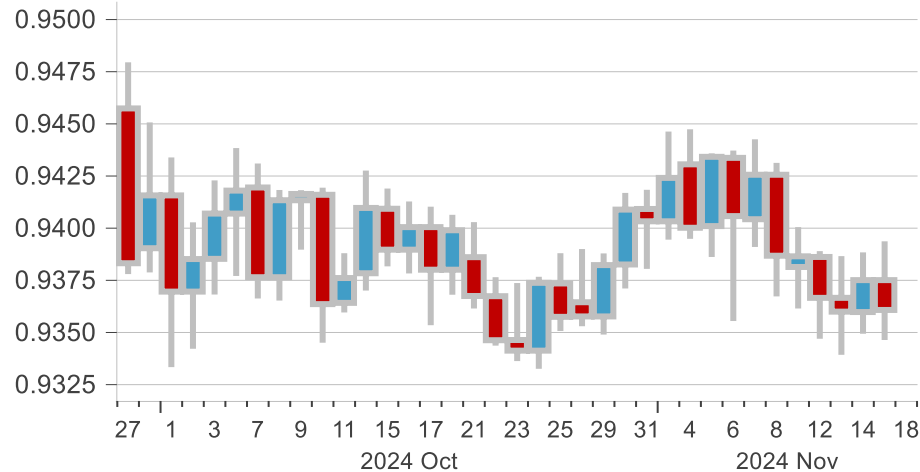
ユーロ圏 主要経済指標



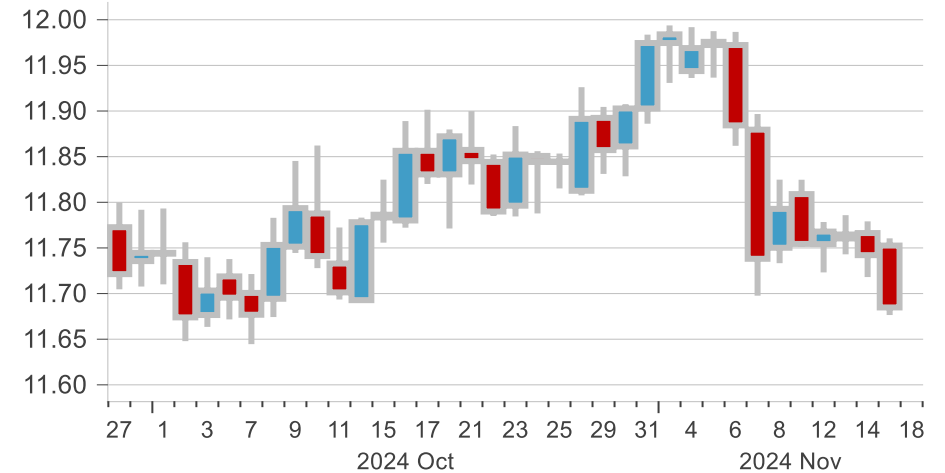
※1 それぞれ、5年先スタート5年間のインフレスワップ、ECB消費者期待調査、ECB専門家調査を使用している。
 ※2 求人広告賃金は、Indeed社が公表しているデータ。3か月平均をとったうえで、グラフでは6か月先行させている。
 ※3 クレジットインパルスは与信額の前年同月比の伸び率が、前年同月と比較してどれだけ増減しているかを示す。値が高いほど、民間への資金供給が増えていることを示す。
 シャドーレートは、企業や家計への新規融資に適用される貸出金利を加重平均したもの。
 （出所：ユーロスタット、欧州中央銀行（ECB）、Indeed、マクロボンド、みずほ）

スイスフラン、北欧通貨 マーケット指標

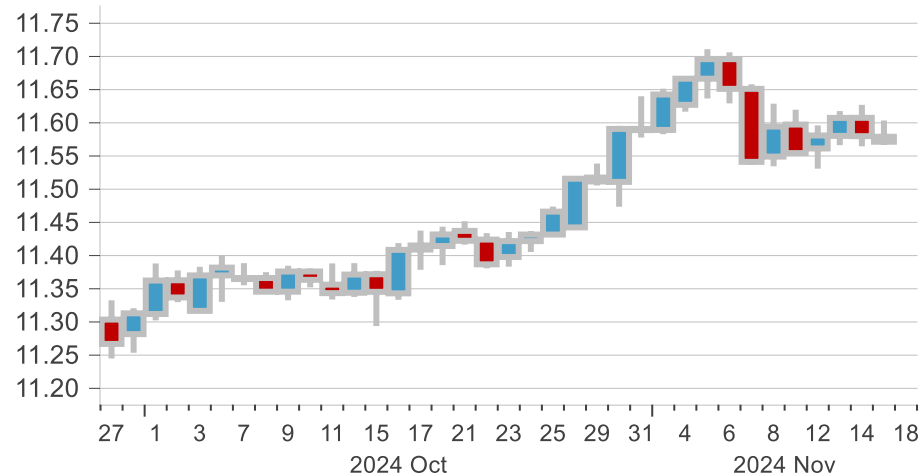
スイスフラン対ユーロ相場 (EURCHF)



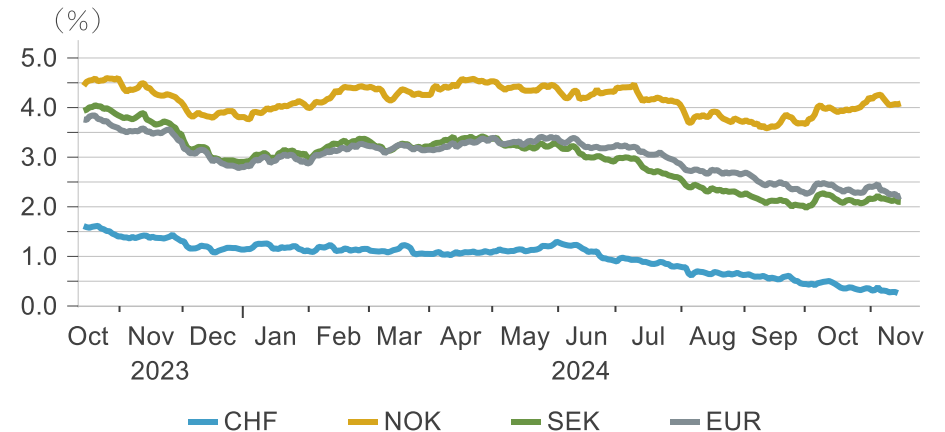
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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.