

欧州G10通貨週報

2025年2月25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	英国の10-12月の賃金上昇率は前年比+6.0%と9-11月の同+5.5%を上回る。(2月18日)	市場予想の前年比+5.9%を上回った。ポンド高要因ながら、給与所得者の減少など労働市場緩和の兆候を示す他の兆候もあり、市場の反応は限定的となった。
英国 経済	英国の1月消費者物価指数は前年比+3.0%と12月の同+2.5%から加速。(2月19日)	市場予想の前年比+2.8%を上回った。追加利下げ観測の後退に伴いポンド高要因に。
英国・ ユーロ圏 経済	2月の英国・ユーロ圏のPMI速報値 はフランスのサービス業の悪化が目立つ(2月21日)	英国ではサービス業が底堅く推移する一方、製造業は市場予想を下回る。ユーロ圏ではフランスのサービス業PMIが大幅な低下を示したことを受け、ユーロ下落、欧州金利低下で反応。
ドイツ 政治	ドイツ総選挙 の暫定結果はCDU/CSUとSPDの2党連立を示唆(2月23日)	次期首相と目されるメルツ氏が率いるCDU/CSUが28.52%の得票率で208議席、ショルツ現首相が率いるSPDが16.41%の得票率で120議席、あわせて328議席と過半数を上回る見込み。極右政党AfDの躍進は懸念材料ながら、想定されたシナリオの中で無難なものに落ち着く期待が高まったこともあり、週明けのマーケットはユーロ高、ドイツ金利上昇で反応した。 もっとも、極左政党であるBSWは暫定結果において議席を獲得するための5%の得票率に届いていないものの、4.97%とぎりぎりの数値であり、投票日から3週間後に公表される最終結果を受けて、議席の配分が変動する可能性は残る。

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
ウクライナ 情勢	ウクライナ戦争停戦 を巡り、サウジアラビアで米露の高官が会談(2月18日)	停戦交渉開始に向けた機運の高まりを受け、市場はユーロドルの上昇で反応。欧州の防衛支出増の観測を受け、欧州の長期金利が米国対比上昇しているほか、天然ガス価格が低下していることはユーロのサポート要因に。 とはいえ、ウクライナ・欧州を置き去りにして、ロシアと米国で拙速な停戦合意に突き進むリスクが高まっていることは、欧州の安全保障にとって長期的な懸念材料。欧州の防衛関連の株価指数は急騰。安全保障面での米国への依存が見直しを迫られるなか、欧州は自前の防衛力の強化を進めていくしかない、という見方が背景にあると見られる。
ユーロ圏 金融政策	欧州中央銀行(ECB)のシュナーベル理事は「利下げを休止か停止すべきかもしれない局面に近づいている」との認識を示す。(2月19日)	ECBは次回3月会合でも追加利下げを行えば、政策金利は2.50%となる。ラガルド総裁は1月下旬のダボス会議において、中立金利を「1.75～2.25%と見ている」と発言しており、政策金利到達地点についての議論が活発化すると見られる。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「一枚岩になりきれない欧州」

米国、ロシアの高官が18日にサウジアラビアで直接会談を行った一方で、ウクライナや欧州主要国は交渉の場から除かれ、ウクライナが極めて不利な停戦条件に追い込まれる懸念が強まっています。また、14日にはバンス副大統領が欧州の民主主義に対し痛烈な批判を行ったことも注目を集めました。

こうした状況を受けて、17日にはパリで緊急サミットが開催されました。会議において注目を集めたのは英国のスターマー首相であり、ウクライナのNATO加盟は不可逆と発言したほか、ウクライナへの派兵についても前向きな姿勢を示しました。ただし、ウクライナの安全保障は米国の関与なしにはできないとも発言しており、米国と欧州の橋渡し役を務める姿勢を改めて示しました。

しかし、欧州がこの会議で結束を示したとは言い難い状況です。会議では、米トランプ政権から欧州に対して防衛支出の大幅増加への圧力が強まっていることについても話し合われたと報じられていますが、防衛産業の強化に向けた財源の問題について共同債発行などの具体策は話し合われなかった模様です。また、停戦後のウクライナへの派兵については、ウクライナに対する最大の支援国の1つであるポーランドのトウスク首相は明確に否定しています。

職場のポーランド人同僚と議論したところ、同国のこうした慎重姿勢には、国内の政治情勢が絡んでいるのではないかという見方でした。同国では今年5月に大統領選挙を控えており、人的な損害の可能性を否定できない派兵については慎重にならざるを得ないという見立てです（とはいえ、選挙が終わればまた態度を変えるのではないかという見方でした）。

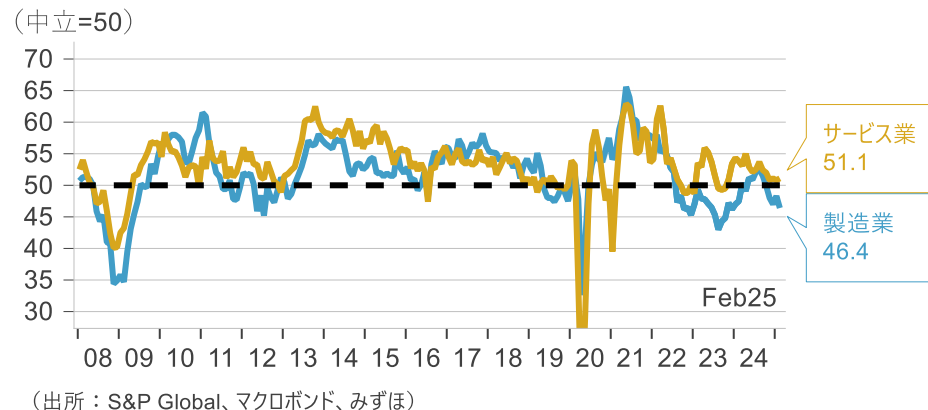
また、ポーランドとウクライナとの間には歴史的なしこりもあります。第2次大戦中に現在のウクライナに西部からポーランド東部に居住していたポーランド人をウクライナの国家主義者が虐殺した事件で、ポーランド政府はウクライナ政府に対し長く説明と謝罪を求めています。

こうした事情はあるにせよ、戦争がウクライナにとって一方的に不利な形で終結し、ロシアが侵攻によって利益を得ることとなれば、ポーランドやバルト3国はロシアからのより大きなリスクにさらされることになると思われ、ウクライナに対する支援姿勢は大筋では揺るがない、と見られます。

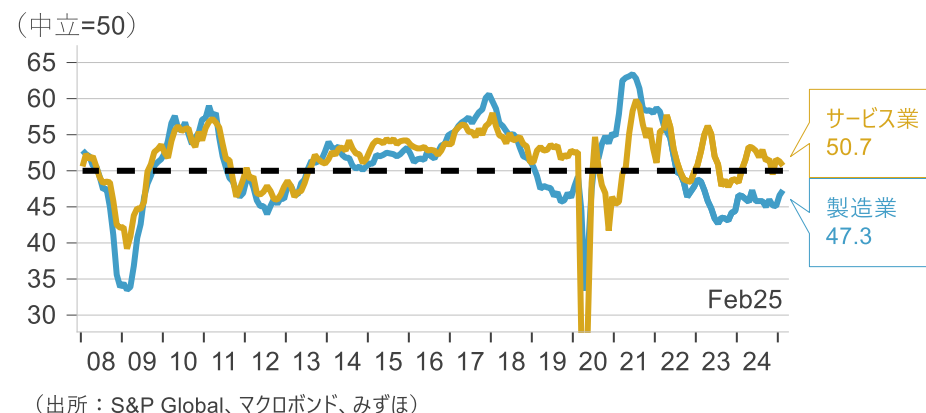
しかし、同時に各国が国内の政治情勢を優先し、近隣諸国と歴史的なしこりが残る中で一枚岩になりきれない欧州の現状を示す事例のようにも感じました。

2月の英国・ユーロ圏のPMI速報値はフランスのサービス業の悪化が目立つ（2月21日）

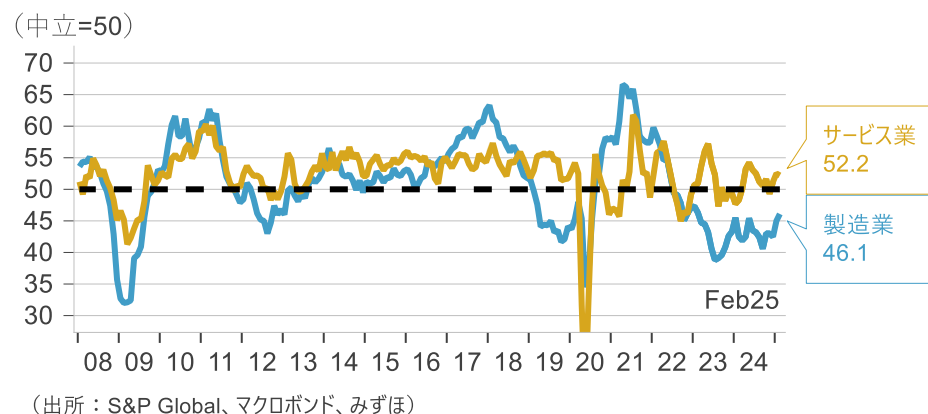
英国



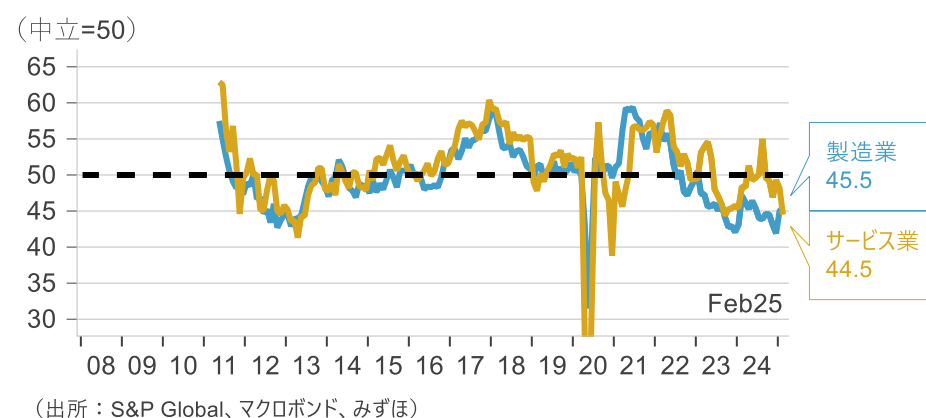
ユーロ圏



ドイツ



フランス



英国ではサービス業が底堅く推移する一方、製造業は市場予想を下回る。ユーロ圏ではフランスのサービス業PMIが大幅な低下を示したことを受け、ユーロ下落、欧州金利低下で反応。

ドイツ総選挙の暫定結果はCDU/CSUとSPDの2党連立を示唆（2月23日）

ドイツ 政党支持率

	2021年結果	2025年暫定結果	
	得票率	得票率	予想獲得議席
CDU/CSU	24.10%	28.52%	208
AfD	10.40%	20.80%	152
SPD	25.70%	16.41%	120
Greens	14.70%	11.61%	85
The Left	4.90%	8.77%	64
BSW	-	4.97%	0
FDP	11.40%	4.33%	0
Others	8.20%	4.58%	1
		総数	630

出所：ドイツ連邦選挙管理官（Federal Returning Officer）、みずほ

ドイツ政党

キリスト教民主同盟（CDU/CSU）

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

ドイツのための選択肢（AfD）

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

社会民主党（SPD）

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

緑の党（Greens）

・気候変動対策に軸足を置いている。債務ブレーキの修正には前向き。

左派党（Left）

・旧東ドイツ政権与党の流れを汲む社会主義政党。選挙後の24日に債務ブレーキの修正には、インフラ投資拡大の用途に限ってのみ賛成する方針を示す。

ザーラ・ワーゲンクネヒト同盟（BSW）

・極左政党のBSWは、ロシアとの関係再構築、移民の受入れ制限を主張している。債務ブレーキの修正に反対。

自由民主党（FDP）

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

次期首相と目されるメルツ氏が率いるCDU/CSUが28.52%の得票率で208議席、シュルツ現首相が率いるSPDが16.41%の得票率で120議席、あわせて328議席と過半数を上回る見込み。もっとも、BSWは暫定結果において議席を獲得するための5%の得票率に届いていないものの、4.97%とぎりぎりの数値であり、投票日から3週間後に公表される最終結果を受けて、議席の配分が変動する可能性は残る。BSWが議席を獲得した場合、CDU/CSUとSPDに加えて緑の党を加えた3党連立を迫られ、円滑な政権運営が難しくなる恐れも。また、債務ブレーキの修正に前向きな姿勢を示してきた3党を合わせても憲法改正に必要な3分の2の議席には届かない見込みであり、改正にはLeftとの交渉など困難な道のりが予想される。

ウクライナ戦争停戦を巡り、サウジアラビアで米露の高官が会談（2月18日）

サウジアラビア・リヤドで米露の高官が会談（2月18日）

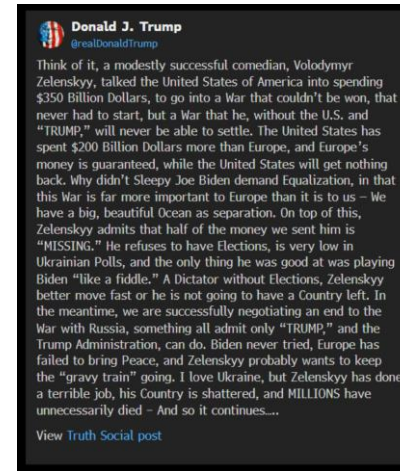


画像はロシア外務省、国営タス通信より

ロシアは停戦協議の一環として、戦争によって延期されているウクライナでの大統領選挙実施、対ロシア制裁の解除を求めたと報じられている。また、ロシア側は、停戦後に欧州各国の軍隊が平和維持軍としてウクライナに駐留する案に対しても反対している模様。

ゼレンスキー大統領はトルコのエルドアン大統領を訪問。翌週に予定していたサウジへの訪問はキャンセルすると発表。

トランプ大統領はゼレンスキー氏を「独裁者」と批判（2月19日）



画像はTruth Social post、ブルームバーグ

トランプ氏は19日に自身のオンラインメディアの中でゼレンスキー氏を批判、「選挙をしていない独裁者」、「さしたる成功も収めていないコメディアン」、「勝てる見込みのない、始める必要もなかった戦争に、米国を説き伏せて3500億ドルもの費用を投じさせた、しかもその半分はどこかに消えたとしている」、「彼は選挙を拒否し、ウクライナの世論調査では（支持率は）非常に低く、得意なのはバイデンを操ることだけだった」、「私はウクライナを愛しているが、ゼレンスキーはひどい仕事をした。彼の国は粉々になり、何百万人もが命を落とした。それは今も続いている」と書き込んだ。

ウクライナ・欧州を置き去りにして、ロシアと米国で拙速な停戦合意に突き進むリスクが高まる。
米国とウクライナ、トランプ氏とゼレンスキー氏の関係は急速に悪化。

停戦後のウクライナの安全保障をどのように確保するかが焦点

ウクライナに埋蔵されているとされる鉱物資源



画像はThe Ukrainian Weeklyより

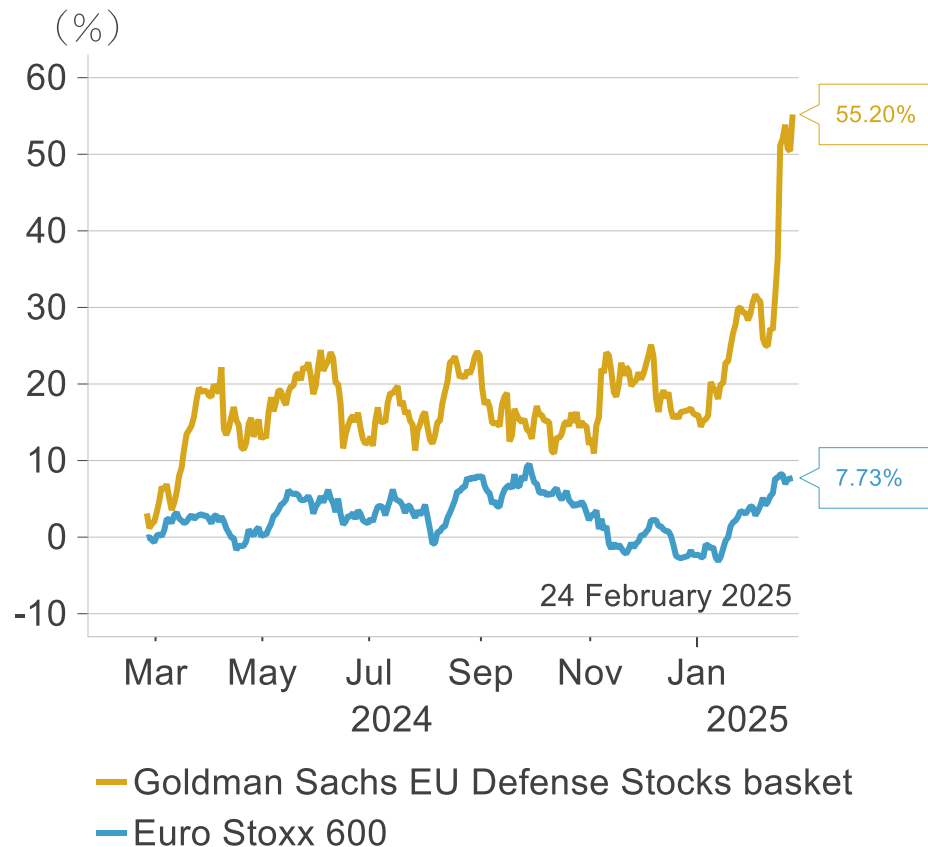
ウクライナの鉱物資源を巡る米国との駆け引き

- ワシントン・ポスト紙は2月12日に行われたベッセント米財務長官とゼレンスキー大統領の会談において、米国側がレアアースだけでなく石油・ガスなども含めたウクライナの鉱物資源の50%を計5000億ドルに達するまで米側に拠出することを支援継続の見返りに求めたと報じられている。さらには、その提案には米国による安全保障の確証が無かったとされ、ゼレンスキー大統領は拒否したとされる。
- ゼレンスキー大統領は2月23日、NATO加盟など、信頼できる安全保障が実現すれば、自身は辞任する用意ができている、と発言。一方、トランプ政権が提示した協定案に対しては、「米国から1000億ドルの援助を受けたことは知っているが、誰が何と言おうと5000億ドルは認めない」と強調。「10世代にわたるウクライナ国民が支払うことになるものに署名するつもりはない」と言明した。
- トランプ大統領はゼレンスキー氏の発言の前日の2月22日に、「かなり合意に近づいている」と語っている。

米トランプ政権は、ウクライナの鉱物資源の50%を計5000億ドルに達するまで米側に拠出することを支援継続の見返りに求めたと報じられている。ゼレンスキー大統領は抵抗しているものの、拒否すれば米国による支援停止につながり、戦争継続が困難となり、停戦協議でより不利な立場に置かれる恐れ。

欧州の防衛関連銘柄の株価は急騰

欧州株 防衛関連指数と主要株価指数の年間騰落率



注：騰落率は指数をドル換算後に計算している。
(出所：マクロポンド、みずほ)

欧州防衛関連企業株価（データは2025年2月24日時点）

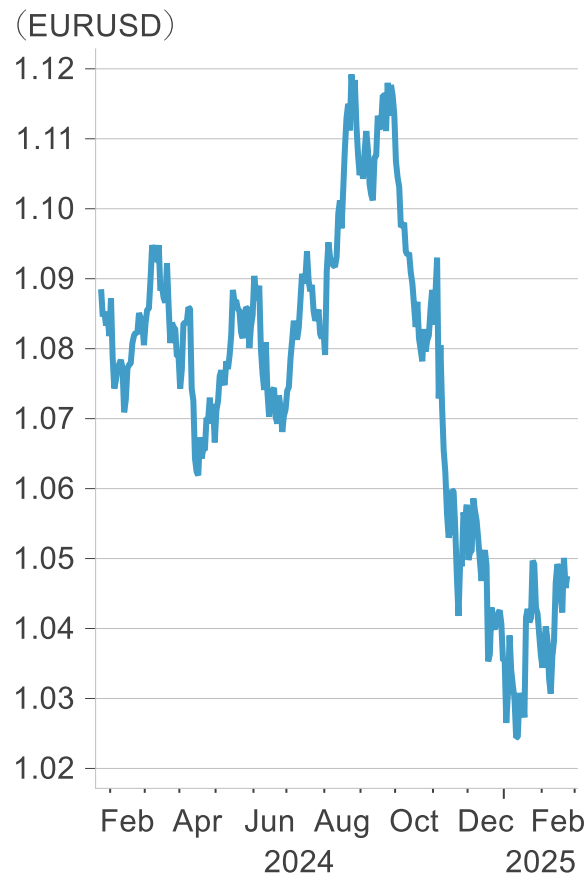
	所在国	時価総額 (10億円)	時価総額 (10億ドル)	直近1年間の 株価騰落率 (%)
AIRBUS	フランス	20,227.4	135.18	7.01
SAFRAN	フランス	16,138.0	107.85	21.63
Rolls-Royce	英国	9,906.7	66.21	73.99
BAE Systems	英国	7,335.5	49.02	3.66
Rheinmetall	ドイツ	6,314.2	42.20	118.17
Thales	フランス	5,985.2	40.00	32.08
Leonardo	イタリア	3,211.9	21.47	80.50
Kongsberg	ノルウェー	3,130.7	20.93	87.93
MTU AERO Engines	ドイツ	2,585.2	17.28	37.92
Saab	スウェーデン	2,282.4	15.25	46.26
Melrose Industries	英国	1,493.6	9.98	0.58
Babcock International	英国	605.0	4.04	28.81
Euro Stoxx 600	ユーロ圏			7.72
FTSE 100	英国			12.23

注：株価騰落率はドル換算後
出所：ブルームバーグ、みずほ

欧州の防衛関連の株価指数は急騰。安全保障面での米国への依存が見直しを迫られるなか、欧州は自前の防衛力の強化を進めていくしかない、という見方が背景にあると見られる。

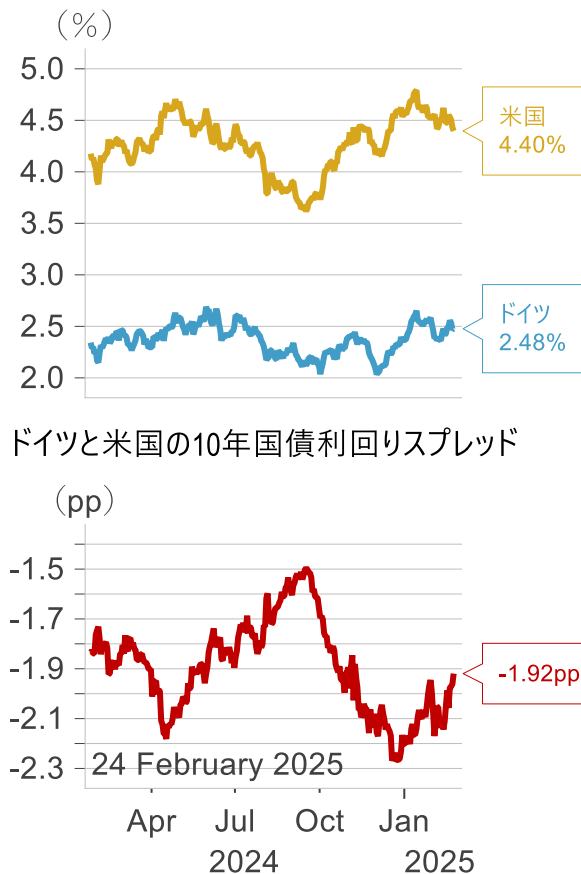
マーケットはウクライナ停戦後を見据えた動きに

ユーロ対ドルレート



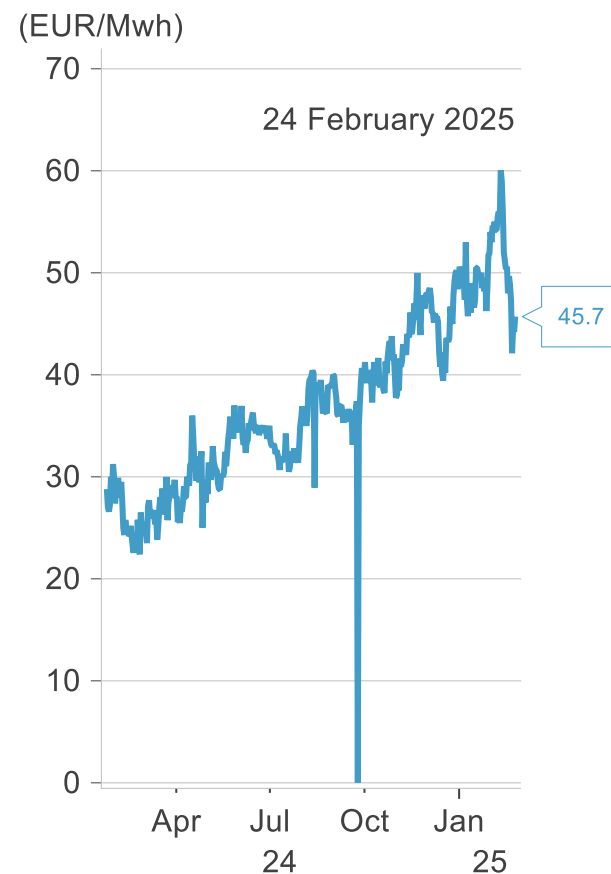
(出所：マクロポンド、みずほ)

10年国債利回り（ドイツと米国の比較）



(出所：マクロポンド、みずほ)

天然ガス（オランダTTF）



(出所：マクロポンド、みずほ)

停戦交渉開始に向けた機運の高まりを受け、市場はユーロドルの上昇で反応。欧州の防衛支出増の観測を受け、欧州の長期金利が米国対比上昇しているほか、天然ガス価格が低下していることはユーロのサポート要因に。

欧州G10通貨中期見通し（2025年1月31日時点）

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

注：ユーロドル、ユーロ円、ドル円の見通しは「中期為替相場見通し」（2025年1月31日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2025年1月31日時点

英ポンド

景気・財政懸念から波乱の年明けに

・年明け後1月の英ポンドは乱高下。とりわけ第2週から第3週にかけては、対ドルで最大4%弱の大幅な下落となった。きっかけは英国債の急落（債券利回りの急上昇）である。1月7日には英30年国債の利回りが1998年以来の高水準に達した他、1月8日には10年債も4.8%に達し、2008年8月以来の高水準となった。年明け以降の国債利回りの上昇は多くの国で起こっているが、英国固有の要因として、昨年10月に発表された拡張的な予算を受けて記録的な債券供給が意識されていることや、根強いインフレ懸念を背景とするイングランド銀行（BOE）の利下げ期待の後退などが挙げられる。長期金利の急上昇の帰結として、財政悪化や不動産市場への悪影響が懸念される。昨今の金利の上昇に伴う利払い負担の増大によって、春季予算案では財政支出の抑制やさらなる増税といった施策を迫られるリスクが高い。国債利回りの上昇が住宅ローン金利にも波及すれば、英国の不動産市場への悪影響も避けられないだろう。第3週から第4週にかけて英国市場は落ち着きを取り戻したものの、景気・財政への先行き不透明感は払拭されていない。

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

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

ユーロ

ユーロドル相場のパリティ割れが引き続きメインシナリオ

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

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

スイスフラン

スイス国立銀行の12月会合での大幅利下げとマイナス金利導入観測の影響が継続

- 1月のフラン相場は対ユーロで約0.5%下落。小幅ではあるが、対ユーロでの下落は12月に続き2か月連続となった。フランは2024年年間を通して上昇基調にあったが、昨年12月12日のスイス国立銀行(SNB)の大幅利下げを受けて反落している。同会合でSNBは市場予想の倍の幅となる50bpの利下げを実施し、政策金利を0.50%に引き下げたうえで、フランに対する投機を抑制するために必要であればマイナス金利政策を再検討するとの警告を改めて表明した。
- SNBがフラン高への再転換に対する警戒姿勢を示しているのは、同国の主力輸出品の1つである高級腕時計の需要鈍化が懸念されるなかで、フラン高が同国の輸出のさらなる逆風になるリスクを意識していることが背景にある。
- もっとも、SNBの大幅利下げによってフランは下落したが、この流れが継続することは見込みにくい。フラン高の根本要因として、スイスが対GDP比で見て巨額の貿易黒字を計上している需給構造は変わらないためだ。また、トランプ氏の復活や欧州政治の混乱・中東の地政学不安という外部環境の中で、フランが逃避先通貨として選ばれやすい状況には金融緩和や為替介入観測があるにしても、変わりがないだろうと思われる。

ノルウェークローネ

ノルウェー中央銀行は3月利下げ開始との見方を維持

- 1月のクローネ相場は対ユーロで約0.3%上昇。ノルウェー中央銀行は1月23日の金融政策決定会合で政策金利を4.5%に据え置く一方、今年3月には金融緩和に着手する可能性が高いとする見通しを維持した。欧州中央銀行(ECB)やスウェーデン・リクスバンクが金融緩和を先行きも継続すると見られる中で、緩やかなペースのノルウェー中銀の利下げが為替市場に与えるインパクトはそれほど大きくなると見込まれないが、それでも、利下げ開始となればノルウェー経済にとって一つの区切りとは言え、クローネのサポート要因がやや弱まることにつながるだろう。

スウェーデンクローナ

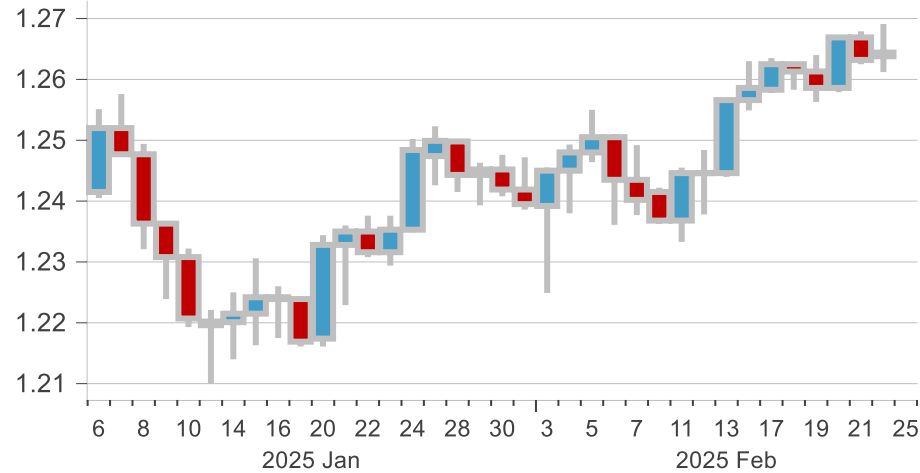
リクスバンクは政策金利を当面2.25%で据え置く考えを示す

- 1月のクローナ相場は対ユーロで0.3%下落。スウェーデン国立銀行(リクスバンク)は1月29日に市場予想通り25bpの利下げを決定したうえで、当面、政策金利を2.25%で据え置く考えを示した。2024年はリクスバンクが金融緩和を積極化させ、欧州中央銀行(ECB)の政策金利の水準を下回ったこともあり、年間を通して見ればクローナの下落が目立ったが、リクスバンクの利下げ打ち止め宣言によってこの流れは停止する可能性が強まりつつある。もっとも、市場ではリクスバンクの追加利下げがなお織り込まれた状況にあり、インフレ率や景気(特に不動産市場)の動向を見極める必要があるだろう。

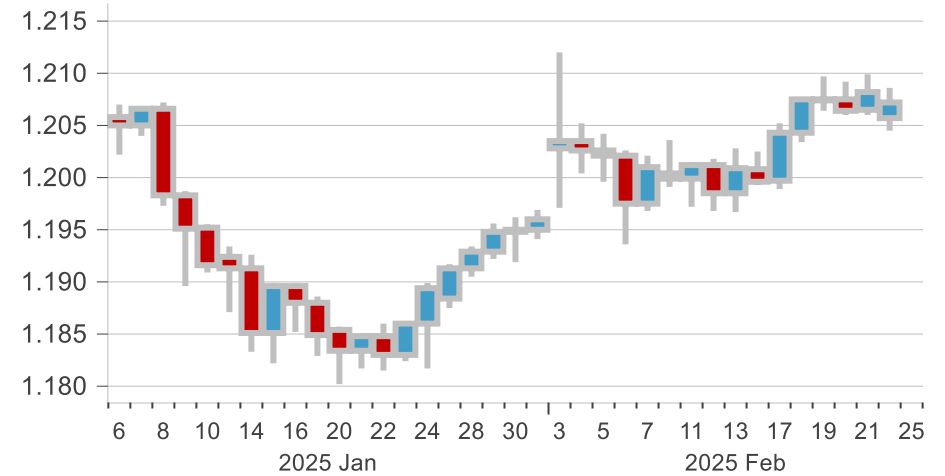
マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

英国 マーケットデータ (1 / 2)

ポンド対ドル相場 (GBPUSD)



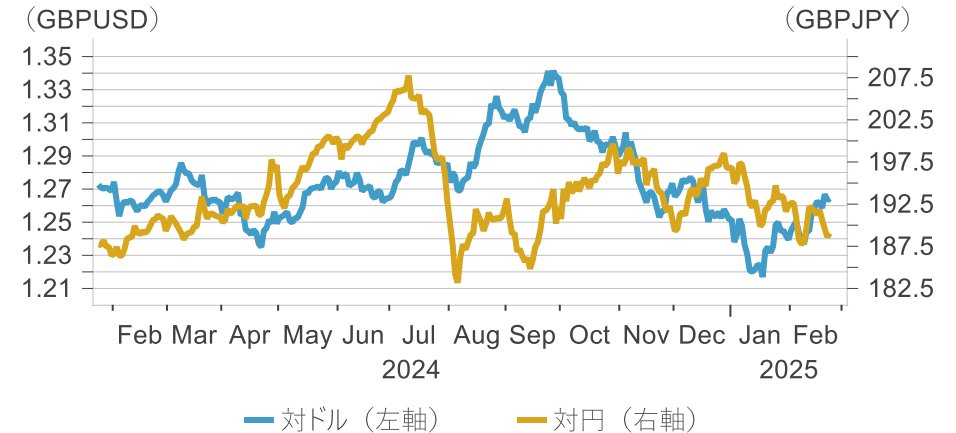
ポンド対ユーロ相場 (GBPEUR)



ポンド対円相場 (GBPJPY)



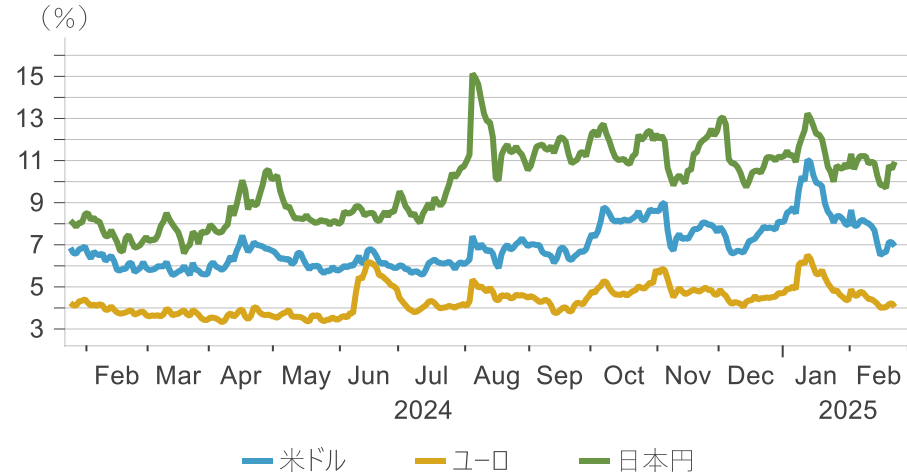
ポンド 対ドル、対円レート ロンドン終値 日足



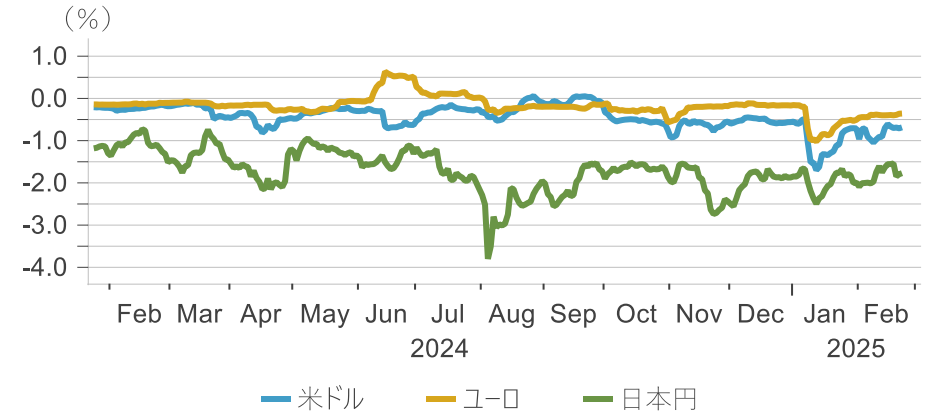
MACROBOND

英国 マーケットデータ (2 / 2)

ポンド インプライド・ボラティリティー (1か月)



ポンド リスクリバーサル (1か月)

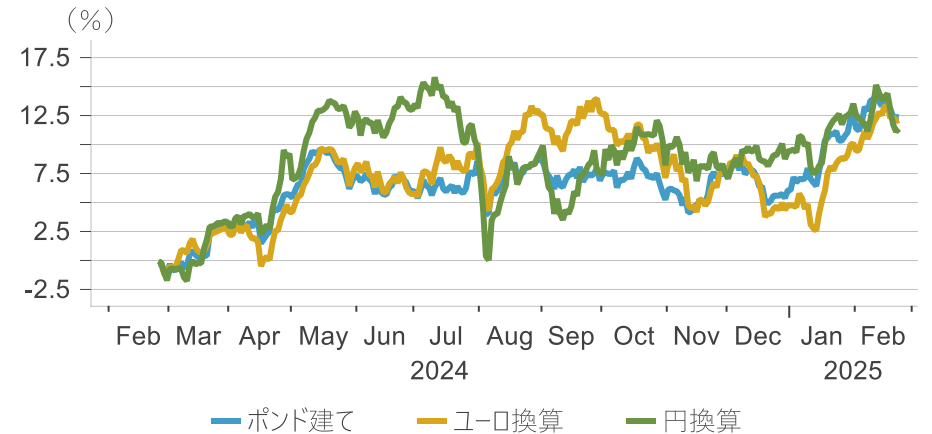


注：リスクリバーサルがプラスであればポンドの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ポンドの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

英国国債 (ギルツ) 利回り、政策金利

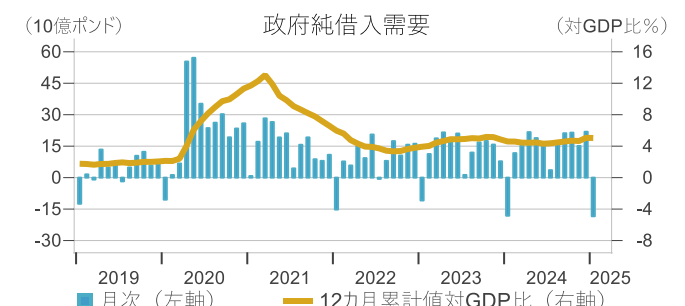
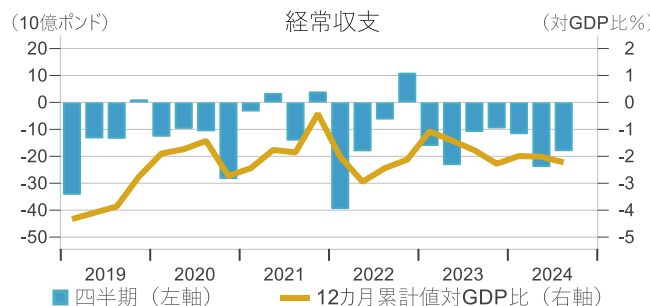
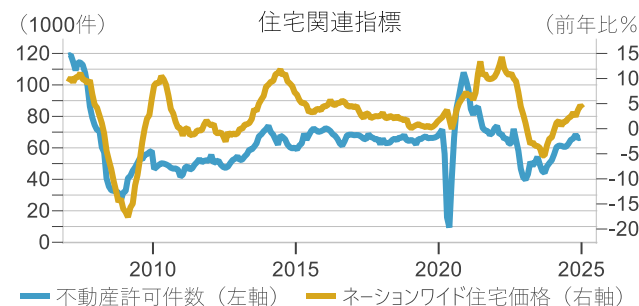
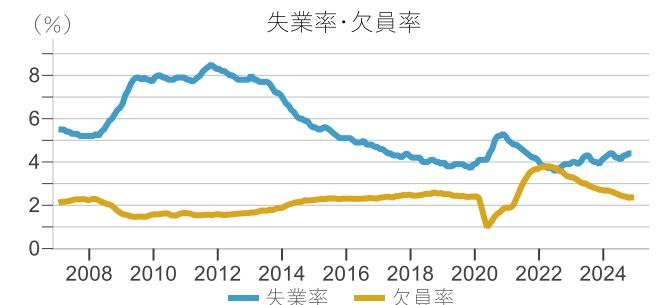
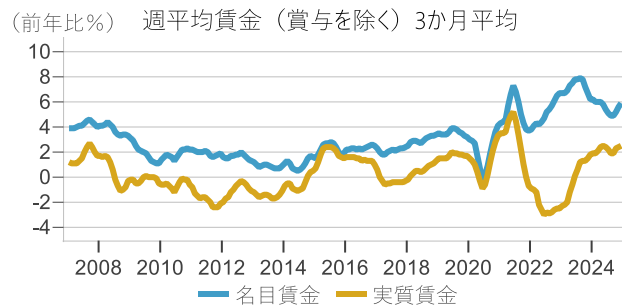
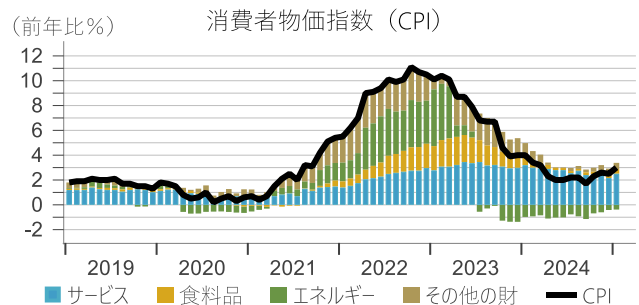
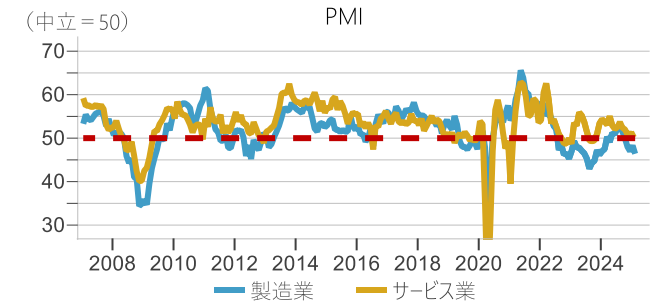
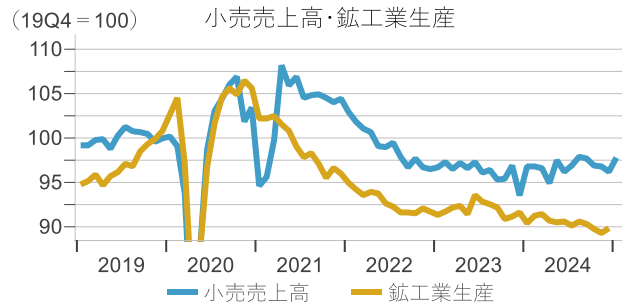
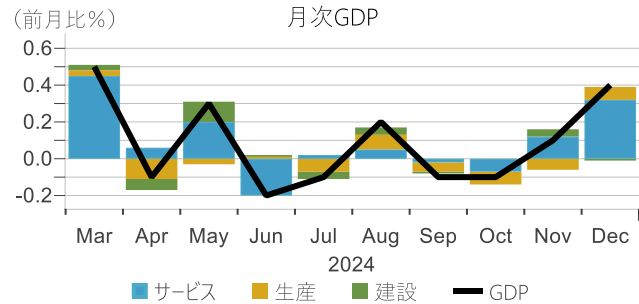


FTSE100種総合株価指数 年間騰落率



MACROBOND

英国 主要経済指標



(出所：英国家統計局、英財務省、イングランド銀行、マクロポンド、みずほ)

ユーロ圏 マーケットデータ（1／2）

ユーロ対ドル相場（EURUSD）



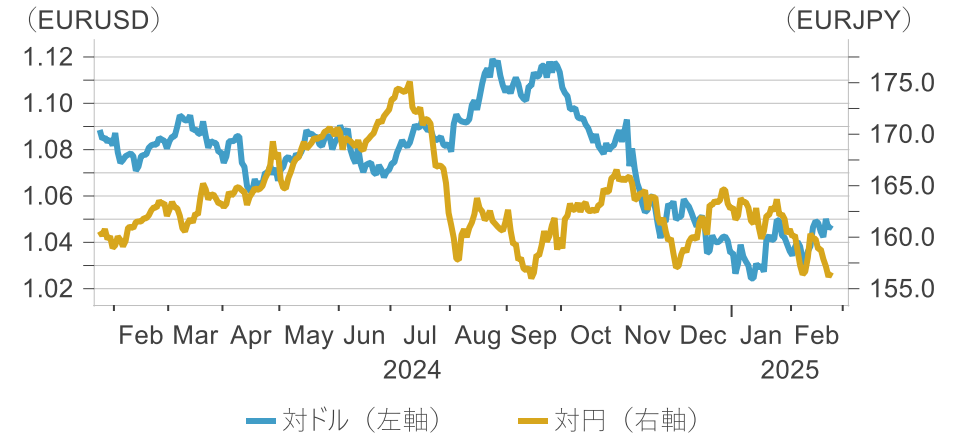
ユーロ対ポンド相場（EURGBP）



ユーロ対円相場（EURJPY）



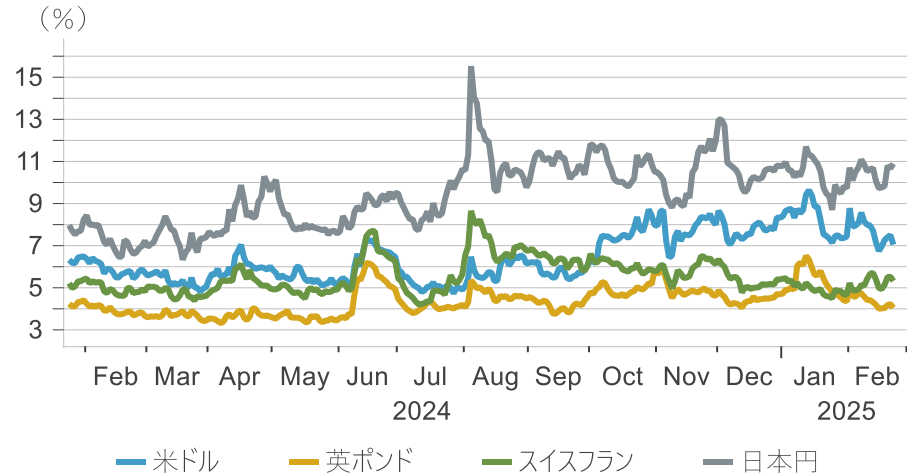
ユーロ 対ドル、対円レート ロンドン終値 日足



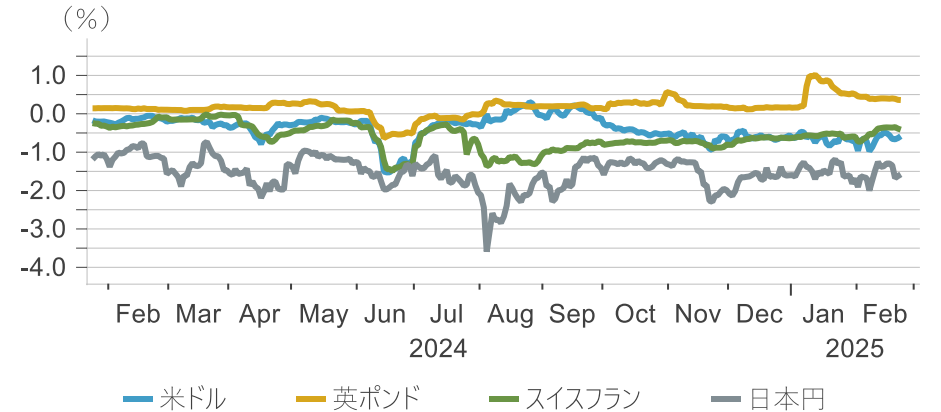
MACROBOND

ユーロ圏 マーケットデータ (2 / 2)

ユーロ インプライド・ボラティリティ (1か月)

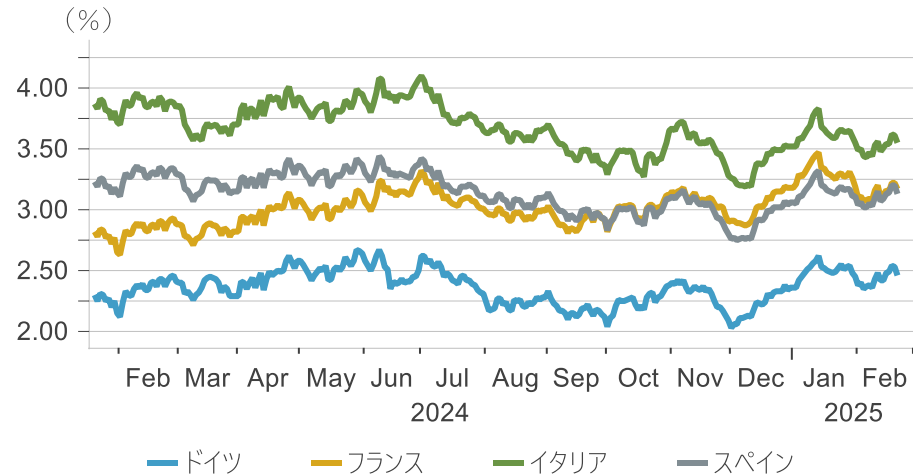


ユーロ リスクリバーサル (1か月)

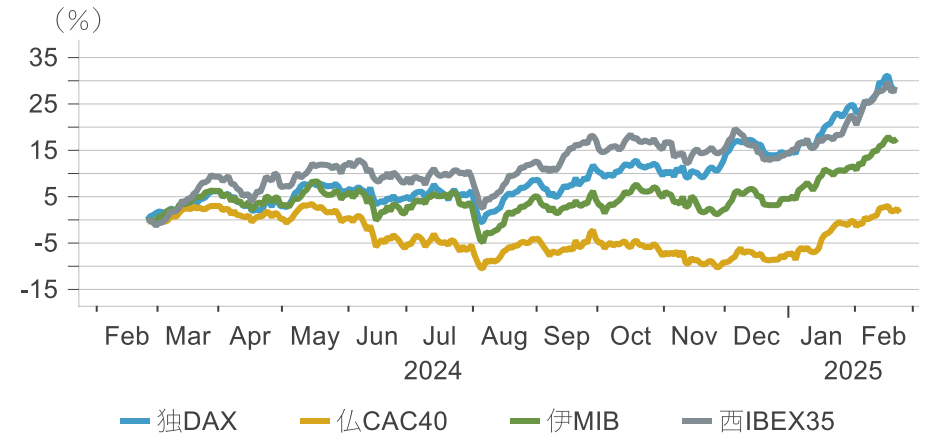


注：リスクリバーサルがプラスであればユーロの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ユーロの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

ユーロ圏主要国 10年国債利回り

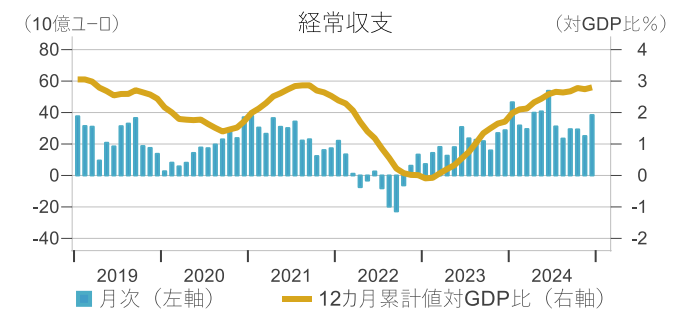
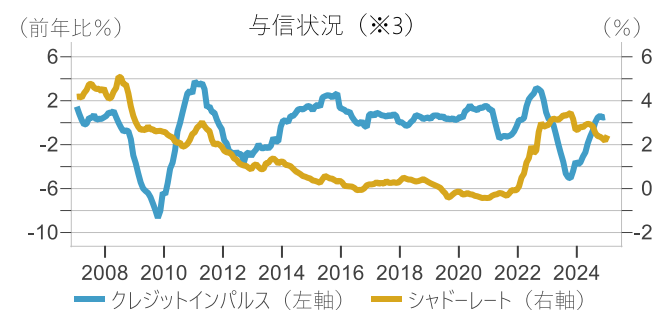
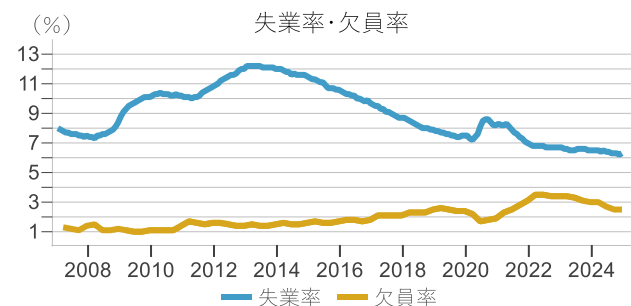
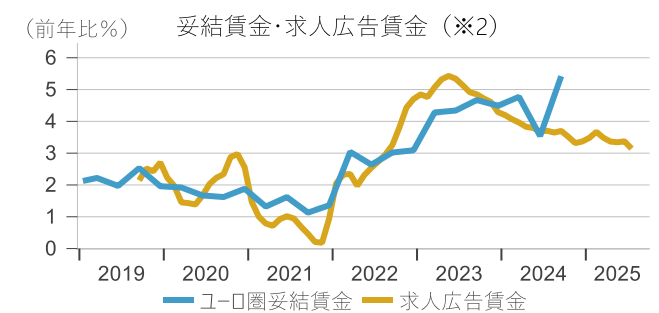
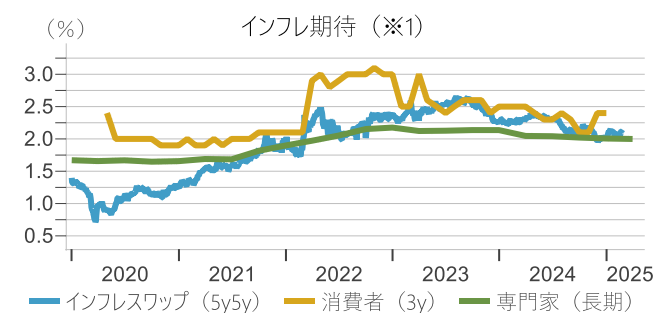
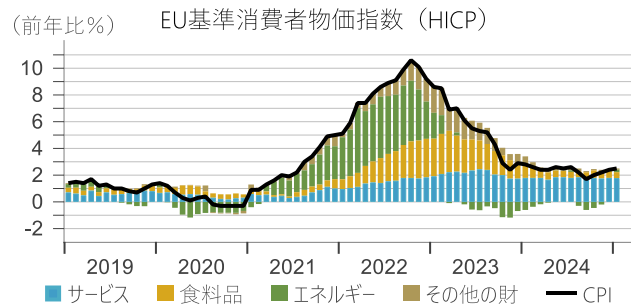
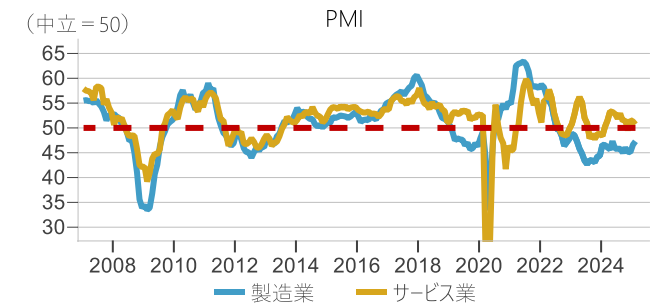
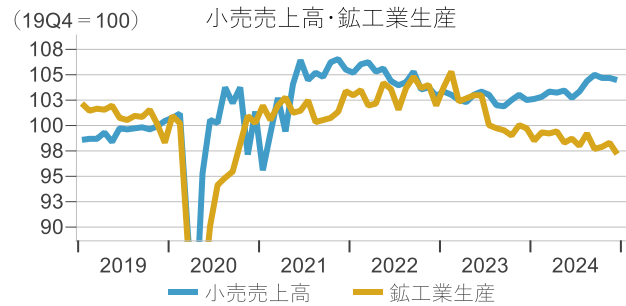
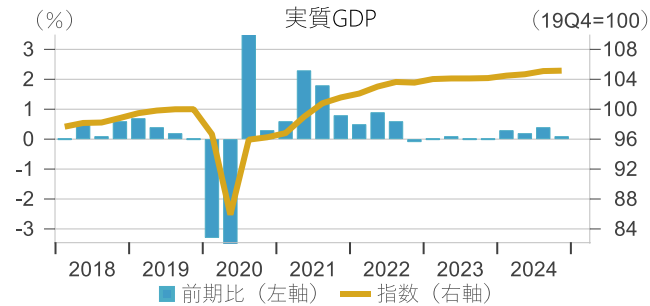


ユーロ圏主要国 株価指数 年間騰落率



MACROBOND

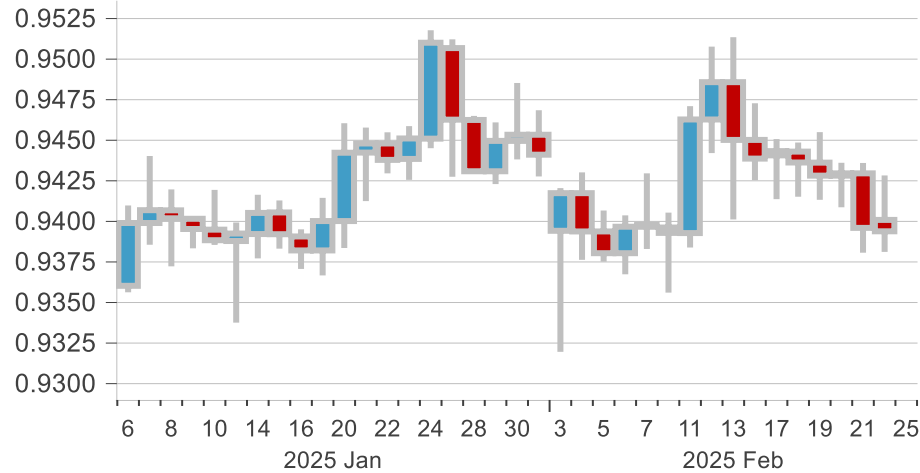
ユーロ圏 主要経済指標



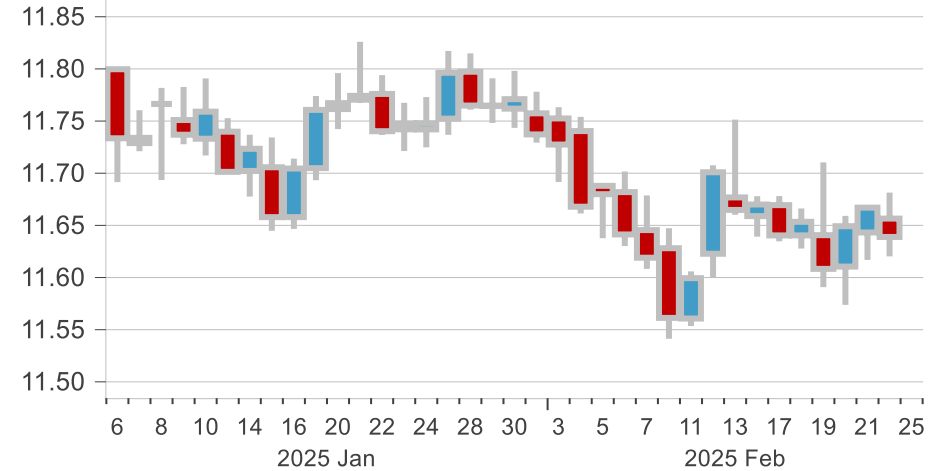
- ※1 それぞれ、5年先スタート5年間のインフレスワップ、ECB消費者期待調査、ECB専門家調査を使用している。
- ※2 求人広告賃金は、Indeed社が公表しているデータ。3か月平均をとったうえで、グラフでは6か月先行させている。
- ※3 クレジットインパルスは与信額の前年同月比の伸び率が、前年同月と比較してどれだけ増減しているかを示す。値が高いほど、民間への資金供給が増えていることを示す。シャドーレートは、企業や家計への新規融資に適用される貸出金利を加重平均したもの。
- (出所：ユーロスタット、欧州中央銀行 (ECB)、Indeed、マクロボンド、みずほ)

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)

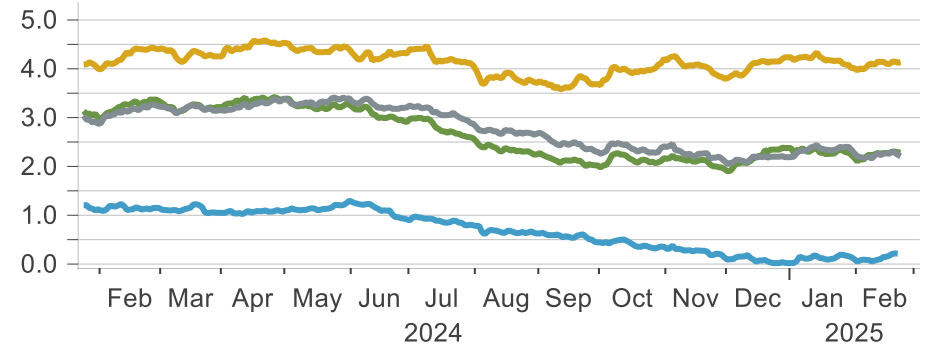


スウェーデンクローナ対ユーロ相場 (EURSEK)



2年スワップ金利

(%)



CHF NOK SEK EUR

MACROBOND

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

As previously notified and explained, and unless and until you notify the relevant Mizuho Group Company to the contrary, any non-public information provided by you to any Mizuho Group Company will be maintained in accordance with its internal policies and will be shared with other Mizuho Group Companies to the extent deemed necessary by such Mizuho Group Company to consummate the transaction or provide the product or service described in the Presentation. Any interest rate for the transactions contemplated in this Presentation (the "Financing") will be determined by reference to an interest rate benchmark. You should be aware of statements made by the UK's Financial Conduct Authority and other international regulators, suggesting that the London Interbank Offered Rate ("LIBOR") and certain other interest rate benchmarks may cease to be published (or be subject to substantial changes or restrictions in use) over the course of the next few years and, in the case of LIBOR, by the end of 2021. In addition, such benchmark rates may cease to be customary for use in the applicable markets and/or may become inappropriate for use in the Financing. Therefore, amendments may be required to the Financing in the future if any such event occurs and you should consider the impact of any future changes to the interest rate under the Financing. Although Mizuho will endeavour to minimise any disruption arising from any such transition, Mizuho cannot give any assurances as to the continued publication or relevance to the Financing of LIBOR or any other benchmark rate or give any assurances as to the likely costs and expenses of any resulting transition. If you are in any doubt as to the impact of these reforms, you are encouraged to seek independent advice.

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

Within the UK and Europe the email addresses of Mizuho staff indicates which entity they are employed by, e.g. (i) [name]@mizuhoemea.com or [name]@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.