

欧州G10通貨週報

2025年4月28日

みずほ銀行欧州資金部
シニアストラテジスト
中島將行
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

Private and confidential

MIZUHO

直近の主な動き一覧（1/4）

| 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 | IMFは最新の 世界経済見通し の中で、欧州各国の成長見通しを下方修正。(4月22日) | IMFはユーロ圏の2025年の実質GDP成長率の見通しを1月時点の前年比+1.0%から同+0.8%に引き下げた。2024年の同+0.9%成長からやや減速する見通しに。英国の2025年の実質GDP成長率の見通しを1月時点の前年比+1.6%から同+1.1%に引き下げた。 |
| 英国・ユーロ圏経済 | 4月の英国・ユーロ圏のPMI速報値 は英国での景況感悪化が鮮明に(4月23日) | 英国の景況感の落ち込みが鮮明に。特にサービス業が48.9と3月の51.5から急低下。総合指数は48.2と29カ月ぶりの低水準に。ユーロ圏のサービス業の景況感も49.7と節目の50を下回る。一方、ドイツの数千億ユーロ相当のインフラ・防衛支出パッケージが3月に議会で可決したこともあり、製造業の景況感は引き続き持ち直している。 |
| 英国経済 | イングランド銀行のベイリー総裁は、英国経済にリセッション(景気後退)は差し迫っていないと発言。(4月24日) | 米国の関税措置が、企業投資の先送りや、消費者信頼感の悪化と消費の減速につながる可能性に言及した一方で、足元の経済指標の底堅さを強調。 |
| 英国経済 | 英国 3月小売売上高 は前月比+0.4%と市場予想(▲0.4%)を上回る結果。(4月25日) | 足元で英国の小売売上高は堅調ながら、消費者信頼感指数は低下、4月のサービス業PMI速報値は48.9と3月の51.5から急低下するなど、減速の兆候は強まっている。トランプ関税への懸念に加え、昨年10月に労働党政権が発表した雇用主の国民保険料負担の増加を受けて、企業が人員削減に動いているという見方も背景に挙げられる。 |

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 金融政策 | ECBは6会合連続となる25bpの利下げを決定。（4月17日） | ECBは前回3月会合で、声明文に「金融政策は実質的に抑制的でなくなりつつある」という文言を挿入しており、今回4月会合では利下げ停止が示唆されるかが焦点となっていた。しかし、ECBは4月2日のトランプ米政権による相互関税発表を受け、欧州を取り巻く環境が一変したことを受けて、金融政策の姿勢評価に言及した部分は全てカットされた。ラガルド総裁はそういった「引き締め度合い」の評価は政策金利と中立金利（景気を減速も加速もさせない金利水準）を比較することで初めて可能になるものだが、中立金利はあくまで「ショックのない世界（a shock-free world）」で機能する概念であると強調した。実質的に、次回6会合での追加利下げの可能性に含みを持たせた形に。 |
| ユーロ圏 金融政策 | ECB政策委員会メンバーのレーン・フィンランド中銀総裁が、利下げ加速の可能性を示唆。（4月24日） | ブルームバーグとのインタビューで、ECBはおそらくさらなる利下げをしなければならないとした上、これまでより大幅な利下げも排除するべきではないと述べる。レーン総裁は、ECBのチーフエコノミストを務めている。 |

注：赤字は後続スライド参照。

直近の主な動き一覧（3/4）

| 国・テーマ | ファクト | インプリケーション |
|-------------|--|---|
| フランス 政治 | マクロン大統領が今秋にも、早期解散総選挙の可能性を模索と関係者の発言としてブルームバーグが報じる。(4月22日) | フランス国債の利回りにやや上昇圧力。マクロン氏が昨年7月に実施した解散総選挙で、フランスの下院は過半数を占める党派がない分裂状態となり、数か月にわたり政治が混乱した。仮に解散総選挙がもう一度行われるとすれば、昨年12月にバイル首相が就任して以来、比較的安定していたフランスの政局が再び混乱する可能性。翌日にマクロン大統領は解散総選挙の計画は無いと否定しているものの、市場の疑心暗鬼は続く可能性。 |
| ウクライナ 情勢 | ロイターが ウクライナ戦争の停戦条件 を巡る、米国案と欧州案の詳細を報じる。(4月25日) | 両者の主張の隔たりが鮮明に。これに先立ちウクライナのゼレンスキー大統領は、4月22日に、あらゆる領土的な妥協を伴う和平交渉を拒否する、それはウクライナの憲法に違反する、と発言しており、米国案を拒否する姿勢をはっきりとさせている。ウクライナ停戦に向けた協議が停滞するなか、いらだちをつのらせた米トランプ政権が一方的に離脱を宣言するリスクが懸念される。 |
| ウクライナ 情勢 | トランプ氏とゼレンスキー氏が会談。(4月26日) | ローマ教皇フランシスコのバチカンでの葬儀参列に先立ち、約15分間会談。怒鳴り合いとなった2月28日のホワイトハウスでの会談以来。ゼレンスキー氏は、「確実で永続的な和平」の可能性に期待を示し、「良い会談」だったと評価。会談後、トランプ氏は自身のSNSの中で、ロシアに対する銀行制裁や、ロシアからエネルギーなどを輸入している国に対する「二次制裁」の可能性に言及。 |

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 |
|-------|--|--|
| EU外交 | EU がアップルとメタに制裁金。(4月23日) | 巨大IT企業の取り締まりを本格化し、業界の支配的地位の乱用を防ぐための「デジタル市場法(DMA)」に基づく初の制裁金となった。計7億ユーロと金額が抑えられたのは、関税交渉を続ける米国への配慮との見方も。 |
| スイス経済 | スイス国立銀行のシュレーゲル総裁は、スイス経済が米国との貿易摩擦の影響を欧州の中でも特に受けやすいと発言。(4月25日) | 小規模で開放的な経済構造であることが理由。スイスの主力輸出品は医薬品や高級腕時計など。医薬品に対しては、トランプ政権が既に自動車・自動車部品に対する関税を発表したほか、半導体と並び品目別関税の対象にする方針を示している。スイス国立銀行の利下げ継続観測を後押しする内容。 |

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「次の教皇は原点回帰か、アジア系か、保守派への揺り戻しか」

4月26日には先日亡くなったローマ教皇フランシスコの葬儀が行われました。葬儀の前に行われたトランプ・ゼレンスキー会談も含め、一夜明けた27日にも、BBCニュースでは教皇の葬儀の様子振り返りがずっと報じられています。

全世界に13億人以上の信徒がいるカトリックの頂点に位置する教皇の発言は世界的に注目を集めます。特にフランシスコ教皇は、2024年6月のG7サミットではローマ教皇として歴史上、初めてG7サミットに公式に参加し、人口知能（AI）の倫理に関する特別セッションで演説を行うなど、世界的な課題に対して率先して関与する姿勢を示してきました。また、貧困、移民、死刑廃止、難民支援、LGBTQ+への共感など、タブー視されがちなテーマについても積極的に発言し、保守的なイメージの強いカトリック教会においてリベラル寄りの姿勢を示し、保守派からの反発を受ける場面もしばしばでした。そのフランシスコ教皇の後任選が世界の政治情勢・世論に与える影響は大きなものになると考えられます。

現代社会では何でも賭けの対象になってしまうのですが、NYを拠点とするPolymarketではイタリア出身で、13年からバチカンの国務長官（外務大臣）を務めるピエトロ・バロリン枢機卿が4月27日時点で30%の確率で1位につけています。次に、フィリピン出身で、アジア初の教皇となる可能性のあるルイス・アントニオ・タグレ枢機卿が20%と2位につけています。ロンドン拠点のBetfairもやはりこの2人が有力という見立てとなっています。

ポーランド出身のヨハネ・パウロ2世が1978年に教皇に選出されて以来、イタリア人教皇は半世紀近く誕生していません。逆にヨハネ・パウロ2世以前は1523年にオランダ出身のハドリアヌス6世が亡くなって以来、450年近くイタリア人が教皇に就いていました。その意味で、バロリン枢機卿が選出されれば「原点回帰」という色彩が強くなるように思われます。

また、2022年にロシア・ウクライナ戦争が勃発し、米国第一主義を掲げるトランプ大統領が復権するなど世界情勢が大きく動く中で、バチカンが存在感を示していくためには、現職の国務長官であり外交面で評価を受けているバロリン枢機卿が適任、という見方もあるのではないかと考えられます。

一方、カトリック教会にとって、信徒数を増やしてしていくことは非常に重要であり、信徒数が減少傾向にある欧州よりも、増加している地域から選ばれることが適切なのではないかという見方もあります。その文脈ではアジア最大のカトリック教徒数を擁するフィリピン出身のルイス・アントニオ・タグレ枢機卿を期待する声も多い模様です。ガーナ出身のピーター・タークソン枢機卿ら、アフリカ出身の枢機卿も有力候補としてメディアでは取り上げられています。

フランシスコ教皇がリベラル寄りだったことから、保守派への揺り戻しがあるのではないかという見方もあります。保守派の代表格として挙げられるのがハンガリー出身のペテル・エルドー枢機卿であり、有力候補の1人と見られています。

私の周りのカトリック教徒の間では、やはり今回はイタリア人教皇が選出されるのではないかという見方が多い印象です。ただ、投票権のある世界各国135人の枢機卿による教皇選挙で何が決め手になるのかはうかがい知ることはできません。彼らが次世代のカトリックの方向性をどのように示すのか、見守りたいと思います。

IMFは最新の世界経済見通しの中で、欧州各国の成長見通しを下方修正。（4月22日）

Table 1.1. Overview of the World Economic Outlook Reference Forecast

(Percent change, unless noted otherwise)

| | 2024 | Projections | | Difference from January 2025 WEO Update ¹ | |
|---------------------------------------|------------|-------------|------------|--|-------------|
| | | 2025 | 2026 | 2025 | 2026 |
| World Output | 3.3 | 2.8 | 3.0 | -0.5 | -0.3 |
| Advanced Economies | 1.8 | 1.4 | 1.5 | -0.5 | -0.3 |
| United States | 2.8 | 1.8 | 1.7 | -0.9 | -0.4 |
| Euro Area | 0.9 | 0.8 | 1.2 | -0.2 | -0.2 |
| Germany | -0.2 | 0.0 | 0.9 | -0.3 | -0.2 |
| France | 1.1 | 0.6 | 1.0 | -0.2 | -0.1 |
| Italy | 0.7 | 0.4 | 0.8 | -0.3 | -0.1 |
| Spain | 3.2 | 2.5 | 1.8 | 0.2 | 0.0 |
| Japan | 0.1 | 0.6 | 0.6 | -0.5 | -0.2 |
| United Kingdom | 1.1 | 1.1 | 1.4 | -0.5 | -0.1 |
| Canada | 1.5 | 1.4 | 1.6 | -0.6 | -0.4 |
| Other Advanced Economies ² | 2.2 | 1.8 | 2.0 | -0.3 | -0.3 |

【ユーロ圏】

2025年の実質GDP成長率の見通しを1月時点の前年比+1.0%から同+0.8%に引き下げた。2024年の同+0.9%成長からやや減速する見通しに。関税政策を巡る不透明感が見通し引き下げの最大の要因。一方、2026年の前年比+1.2%への成長加速を見込む要因として、実質賃金上昇率の伸び加速を背景に力強い個人消費の拡大が見込まれることや、ドイツの財政ルール変更に伴う支出拡大が挙げられる。

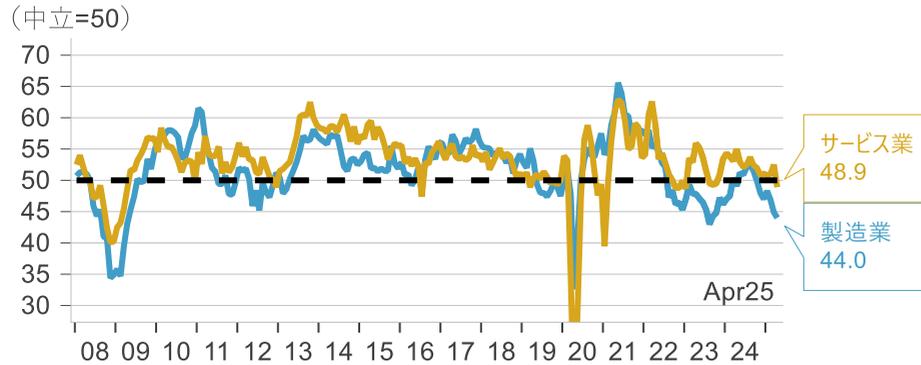
【英国】

2025年の実質GDP成長率の見通しを1月時点の前年比+1.6%から同+1.1%に引き下げた。0.5%ポイントものやや大幅な引き下げとなった理由として、米トランプ政権による関税発動に伴う混乱に加え、英国債の利回り上昇、さらには規制価格やエネルギーコストの上昇に伴い個人消費の落ち込みが予想されることが背景にある。

出所：上記テーブルは、IMF世界経済見通しより。説明は筆者がIMFの記述を抜粋の上、和訳した。

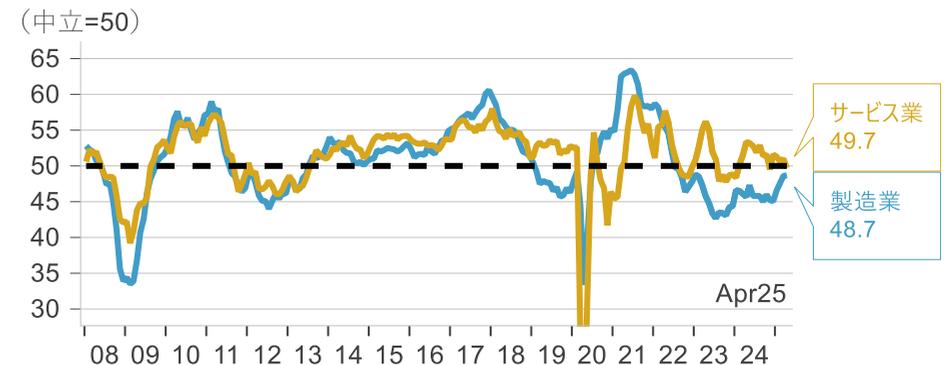
4月の英国・ユーロ圏のPMI速報値は英国での景況感悪化が鮮明に（4月23日）

英国



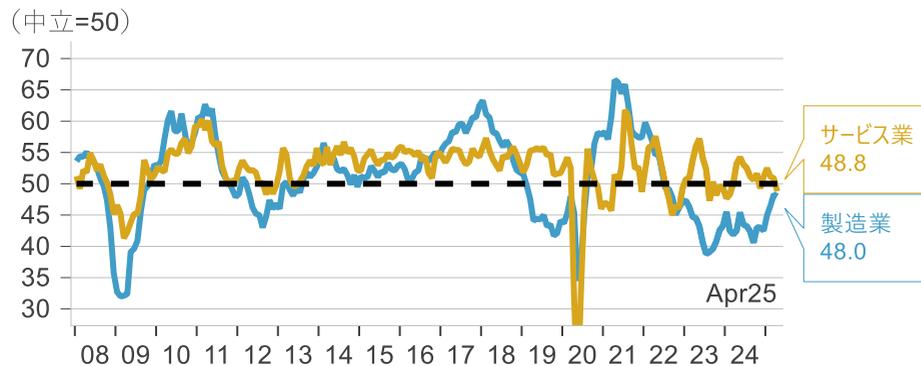
(出所：S&P Global、マクロボンド、みずほ)

ユーロ圏



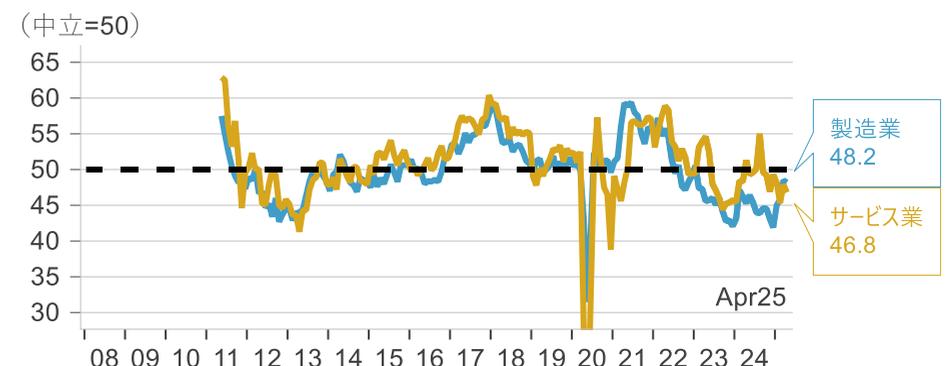
(出所：S&P Global、マクロボンド、みずほ)

ドイツ



(出所：S&P Global、マクロボンド、みずほ)

フランス

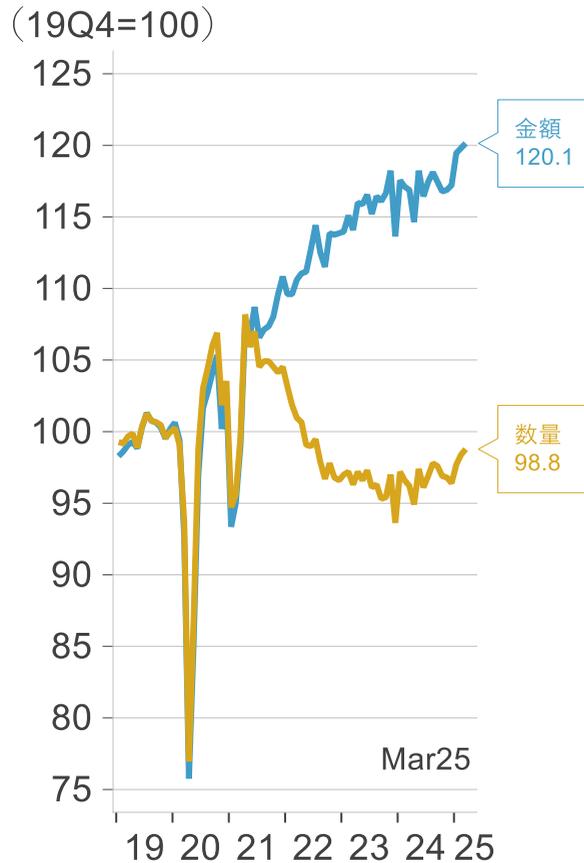


(出所：S&P Global、マクロボンド、みずほ)

英国の景況感の落ち込みが鮮明に。特にサービス業が48.9と3月の51.5から急低下。総合指数は48.2と29カ月ぶりの低水準に。ユーロ圏のサービス業の景況感も49.7と節目の50を下回る。一方、ドイツの数千億ユーロ相当のインフラ・防衛支出パッケージが3月に議会で可決したこともあり、製造業の景況感を引き続き持ち直している。

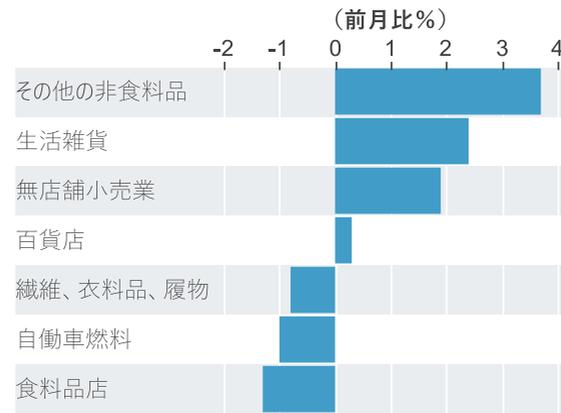
英国 3月小売売上高は前月比+0.4%と市場予想（▲0.4%）を上回る結果。（4月25日）

英国 小売売上高



(出所：英国家統計局、マクロポンド、みずほ)

英国 小売売上高 セクターごと



(出所：英国家統計局、マクロポンド、みずほ)

英国 GfK消費者信頼感指数



(出所：GfK、マクロポンド、みずほ)

足元で英国の小売売上高は堅調ながら、消費者信頼感指数は低下、4月のサービス業PMI速報値は48.9と3月の51.5から急低下するなど、減速の兆候は強まっている。トランプ関税への懸念に加え、昨年10月に労働党政権が発表した雇用主の国民保険料負担の増加を受けて、企業が人員削減に動いているという見方も背景に挙げられる。

ロイターがウクライナ戦争の停戦条件を巡る、米国案と欧州案の詳細を報じる。(4月25日)

ウクライナ戦争を巡る停戦案 米国案と欧州案の比較

| | 米国案 | 欧州各国・ウクライナ案 |
|-------------------------|--|---|
| ロシアが占領しているウクライナの領土の取り扱い | ロシアによる2014年のクリミア併合を米政府が承認。 | 領土の取り扱いは、停戦が実現してから。 |
| 停戦後のウクライナの安全保障 | robust security guarantee(力強い安全保障)が欧州有志国および友好国から提供されるとし、停戦後の自らの軍事的関与は確約せず。さらに、ウクライナのNATO加盟の可能性を排除。 | 米国も含む同盟国による安全保障の提供。 |
| 対ロシア制裁 | 2014年以降、ロシアに課された制裁を解除。 | 「恒久的な平和」が実現した場合のみロシアに対する制裁が緩和されるとし、また、合意を破った場合にロシアに対し制裁を再度課すことを求めている。 |
| ロシアに連れ去られたウクライナの子供の帰還 | 言及なし。 | ロシアに対し、ウクライナの子供の帰還を要求。 |

両者の主張の隔たりが鮮明に。これに先立ちウクライナのゼレンスキー大統領は、4月22日に、あらゆる領土的な妥協を伴う和平交渉を拒否する、それはウクライナの憲法に違反する、と発言しており、米国案を拒否する姿勢をはっきりとさせている。ウクライナ停戦に向けた協議が停滞するなか、いらだちをつのらせた米トランプ政権が一方的に離脱を宣言するリスクが懸念される。

欧州G10通貨中期見通し（2025年3月31日時点）

| | Spot | 2025 Jun | Sep | Dec | 2026 Mar | Jun |
|---------------|-------|-------------|------|------|-------------|------|
| VS USD | | | | | | |
| EUR/USD | 1.08 | 1.07 | 1.08 | 1.06 | 1.06 | 1.05 |
| GBP/USD | 1.29 | 1.29 | 1.30 | 1.30 | 1.31 | 1.31 |
| USD/CHF | 0.88 | 0.88 | 0.88 | 0.91 | 0.92 | 0.93 |
| USD/NOK | 10.5 | 10.9 | 10.7 | 10.8 | 10.8 | 10.8 |
| USD/SEK | 10.0 | 10.3 | 10.1 | 10.2 | 10.1 | 10.1 |
| VS EUR | | | | | | |
| EUR/GBP | 0.84 | 0.83 | 0.83 | 0.82 | 0.81 | 0.80 |
| EUR/CHF | 0.96 | 0.94 | 0.95 | 0.96 | 0.97 | 0.98 |
| EUR/NOK | 11.37 | 11.7 | 11.6 | 11.5 | 11.4 | 11.3 |
| EUR/SEK | 10.86 | 11.0 | 10.9 | 10.8 | 10.7 | 10.6 |
| VS JPY | | | | | | |
| EUR/JPY | 162.3 | 164 | 166 | 164 | 165 | 161 |
| GBP/JPY | 193.8 | 197 | 200 | 202 | 204 | 200 |
| CHF/JPY | 169.6 | 174 | 175 | 171 | 170 | 164 |
| NOK/JPY | 14.3 | 14.0 | 14.3 | 14.3 | 14.5 | 14.2 |
| SEK/JPY | 14.9 | 14.9 | 15.3 | 15.2 | 15.5 | 15.2 |
| USD/JPY | 150.0 | 153 | 154 | 155 | 156 | 153 |

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3月31日発行）より抜粋。

英ポンド

イングランド銀行(BOE)はタカ派的な金利据え置き

- 英ポンドは対ドル・対円で底堅く推移する一方、対ユーロではやや下落している。対ユーロでの下落は、ドイツの財政政策の歴史的な転換に伴うユーロ高に影響を受けた面が大きい。一方、対ドル、対円で底堅さは、イングランド銀行(BOE)の高金利政策が長期化するという見方に裏打ちされたものであろう。
- BOEは3月20日、政策金利を4.50%で据え置いた。市場予想通りの結果だが、据え置き8名25bp利下げ1名の投票となり、事前予想の7-2対比でタカ派的票割れとなった。ベイリー総裁は政策金利発表後に放送されたインタビューで「現時点ではかなり慎重に対応を見極める必要がある。インフレの鈍化は依然として非常に緩やかなペースで進んでいるからだ」と指摘している。
- その後、3月26日に発表された2月分CPIはこうしたBOEの慎重姿勢の正当性を裏付けるものとなった。ヘッドラインの数値は前年比+2.8%と1月の同+3.0%から減速したものの、サービス価格は前年比+5.0%と高止まりが続いている。被服及び履物の価格の落ち込みはセールの影響と見られる。イングランド銀行が利下げペースの拡大を決断する材料とはならないだろう。
- 英国金融市場を巡っては、3月26日には発表された春季財政報告も注目を集めた。防衛費やインフラ予算の増額といった成長重視の施策が打ち出される一方、財政規律を維持するために福祉予算の削減も合わせて発表された。英債務管理庁(DMO)の2025-26年度の国債発行計画は2990億ポンドと市場予想(3020億ポンド)を下回り、年限も長期債の発行が削減されより短期債よりに偏ったことを受けて、英国債は上昇(債券利回りは下落)した。財政規律の維持は、ポンド相場にとってもポジティブな材料であろう。とはいえ、4月初頭に米トランプ政権による相互関税の発表を控え、市場の反応は限定的となった。

ユーロ

ユーロ圏の経済・金融情勢に改善の兆候も、ユーロ続伸シナリオへの修正には距離

- 3月のユーロ相場は続伸した。基本的にはユーロ圏経済を評価した結果ではなく、トランプ政権の関税政策を背景とする米国経済への懸念が米金利を押し下げ、ドルが売られる中での「敵失のユーロ高」と言える側面は大きそうだ。しかし、ユーロ圏の経済・金融情勢に改善の兆候が見られ始めているのも事実であり、例えば与信関連の計数は明確な改善が見られている。ラガルドECB総裁も域内経済の底打ちに言及しており、3月政策理事会では利下げ路線の停止が示唆されている。盤石とは言えないものの、域内経済が最悪期を脱していると思われる中、本欄でメインシナリオとしてきたパリティ割れの常態化は現時点で難しそうだ。もっとも、トランプ関税を受けた不透明感から米金利が上昇ではなく低下している状況に関し、筆者は必ずしも持続的な動きだとは考えていない。少なくとも予測期間中は米金利を高止まりさせてしまう一因としてトランプ関税を評価すると、予測期間後半には米金利が再び上昇し、「敵失のユーロ高」はある程度は巻き戻されるのではないかと予想レンジの上方修正は必要と考えられるものの、ユーロ続伸シナリオへの修正までは現段階で考えていない。

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3月31日発行）より抜粋。

スイスフラン

ユーロ圏との金利差拡大観測が強まる

- スイスフランは3月に対ユーロでやや大きく下落した。昨年12月にスイス国立銀行(SNB)が市場予想を上回る50bpの大幅利下げに動き、さらにマイナス金利の再導入を可能性を示唆したことを受けてフランはそれまでの対ユーロでの上昇基調が停止した。その後、2月27日に発表された2024年10-12月期の実質GDP成長率が前期比+0.5%と市場予想の同+0.4%を上回るなど、景気懸念が和らいだこともあり、マイナス金利の再導入観測事態は遠のいている。とはいえ、SNBの金融緩和は先行き継続する見込みであり、対するユーロ圏では、ドイツの財政政策の歴史的な転換や、欧州中央銀行(ECB)の中期的な利下げ打ち止め観測もあり、ユーロに上昇圧力がかかっている。
- このように、先行き、中長期ではフランはユーロに対し緩やかに下落していく可能性が高まっていると見られる。一方、4月初めに米トランプ政権による相互関税の発表を控え、世界的な不透明感の強まりから安全資産とされるフランに資金が流入する可能性にも当面は目配りが必要であろう。

ノルウェークローネ

ノルウェー中銀は利下げ開始を見送り

- ノルウェークローネは対ユーロで上昇。3月10日に発表されたノルウェーの2月CPIが前年同月比+3.6%と1月の同+2.3%から加速し、市場予想の同+2.6%を上回る結果となったことを受けて、ノルウェー中銀の利下げ開始観測が遠のいた。
- その後、ノルウェー中銀は3月27日、実際に政策金利を市場予想通り4.5%で据え置いている。声明文では「インフレが上向き、予想を大きく上回っている」と指摘。「政策金利を拙速に引き下げれば、物価は急激な上昇を続ける可能性がある」との見方を示した。

スウェーデンクローナ

2月コアCPIが大きく加速

- スウェーデンクローネは対ユーロで続伸。
3月6日に発表されたスウェーデンの2月コアCPIは前年比+2.9%と1月の同+2.2%から大きく加速した。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ていた。今回のインフレ指標の上振れによって、据え置き観測が一段と強まった格好となった。

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)

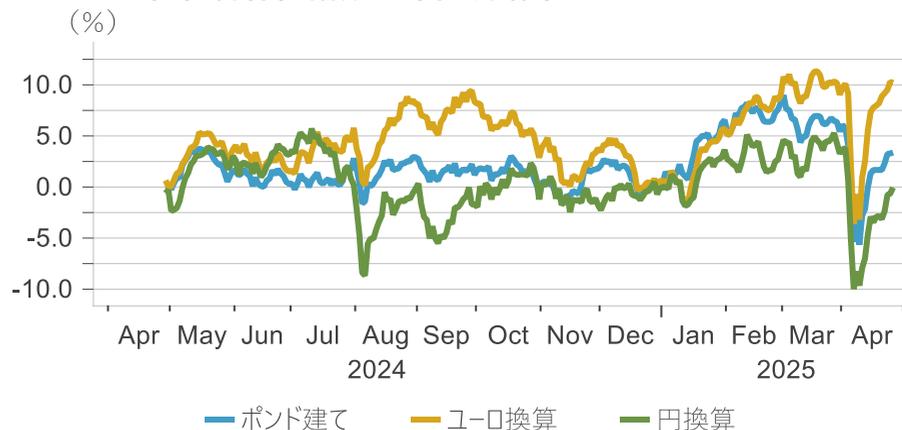


注：リスクリバーサルがプラスであればポンドの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ポンドの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

英国国債 (ギルツ) 利回り、政策金利

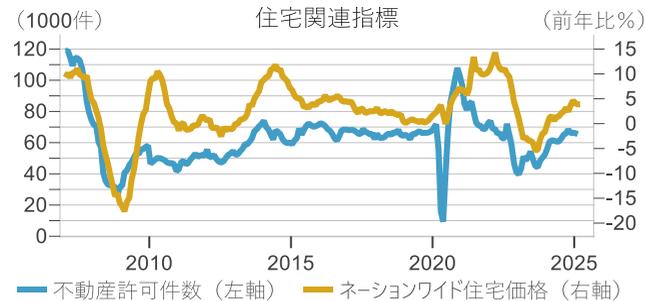
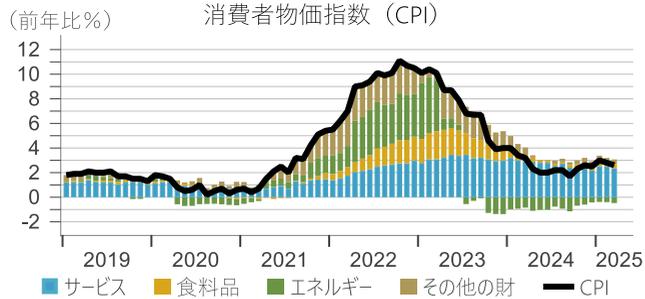
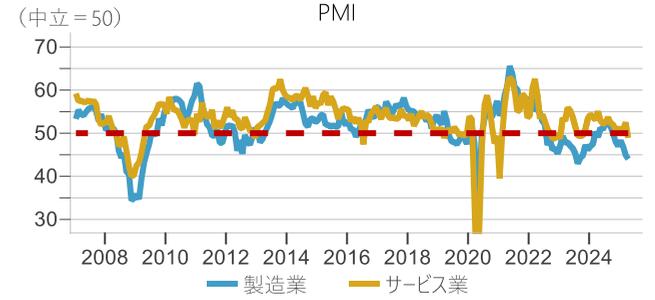


FTSE100種総合株価指数 年間騰落率



MACROBOND

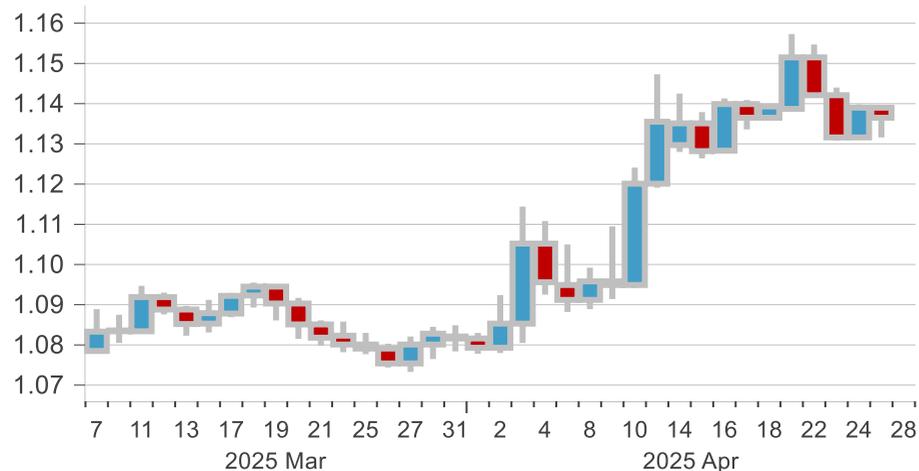
英国 主要経済指標



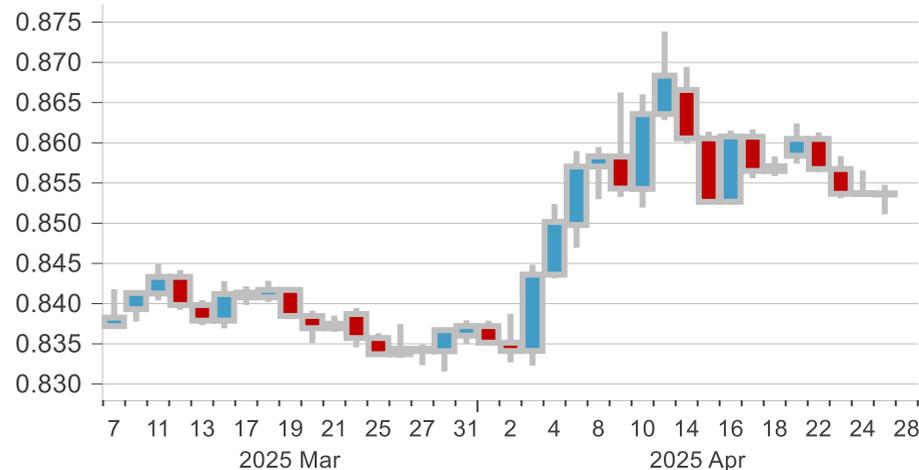
(出所：英国家統計局、英財務省、イングランド銀行、マクロポンド、みずほ)

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)
(%)

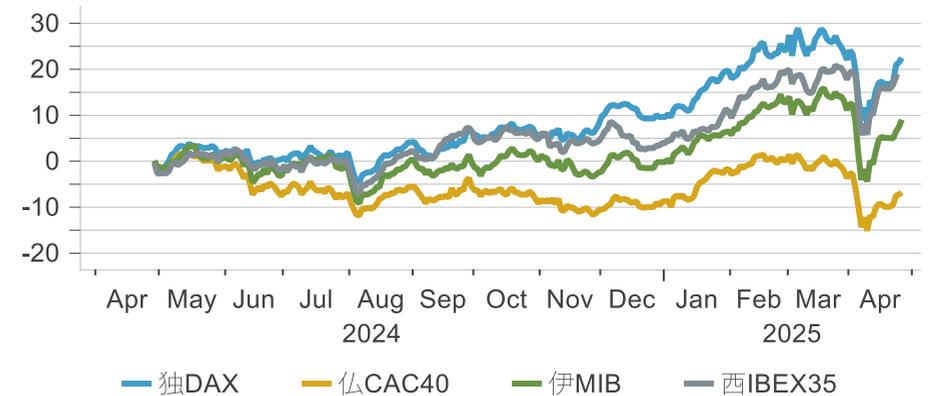


注：リスクリバーサルがプラスであればユーロの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ユーロの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

ユーロ圏主要国 10年国債利回り
(%)

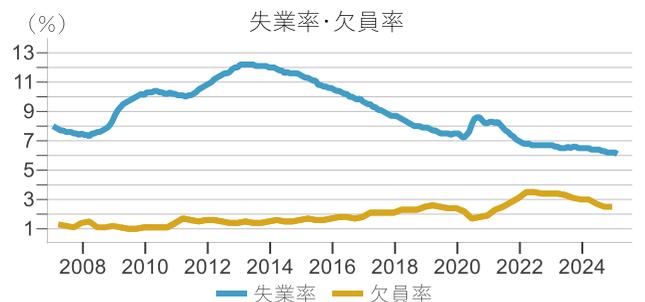
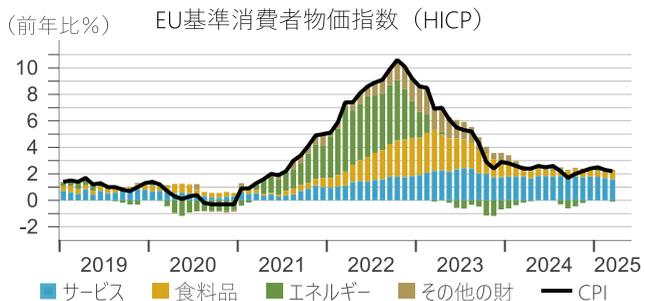
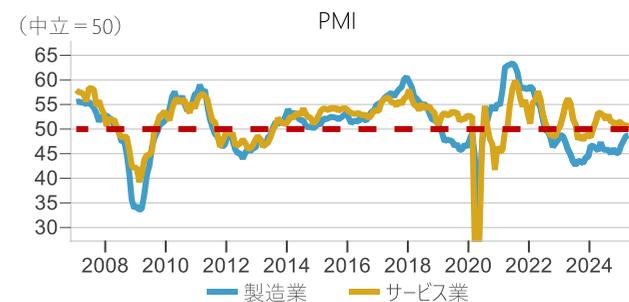


ユーロ圏主要国 株価指数 年間騰落率
(%)



MACROBOND

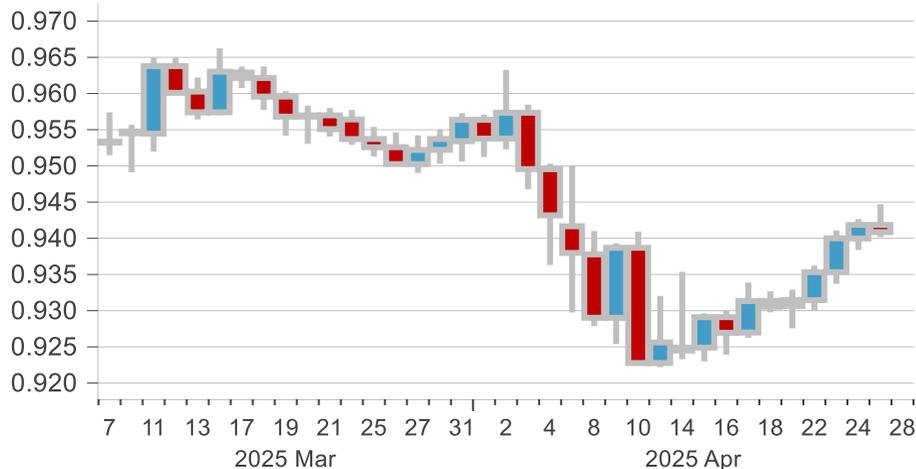
ユーロ圏 主要経済指標



※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。
 シャドウレートは、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)



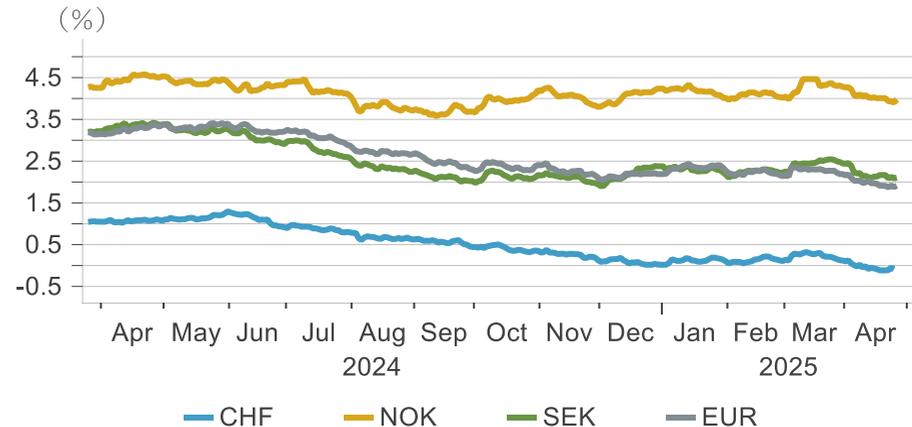
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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]@mhceurope.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.