

欧州G10通貨週報

2025年5月19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（1/3）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
英国 政治	英国スターマー政権が 移民政策を厳格化する方針 を発表（5月12日）	2021年1月のEU離脱、新移民制度への移行後、英国への移民流入はむしろ拡大してきた。移民に対して厳しい姿勢を取る右派ポピュリスト政党のリフォームUKが5月はじめに行われた地方選挙で躍進したこともあり、労働党政権が対応を迫られた形に。詳細はこれから協議されると見られるが、医療分野をはじめ、移民流入に依存している職種の人材募集に支障が出てくることが想定され、労働需給の逼迫要因となる恐れ。
英国 経済	英国の賃金上昇率 、2025年1-3月期は前年同月比+5.6%と、2024年12月～2025年2月の同+5.9%から伸びが減速。（5月13日）	給与所得者の数は4月に3万2,532人減少しており、労働需給の逼迫には緩和の兆候が強まりつつある。もっとも、現時点で賃金の伸び率は依然として高く、イングランド銀行の利下げ加速にはつながらない見込み。
英国 経済	英国の2025年1-3月期の実質GDP成長率 は前期比+0.7%と市場予想の同+0.6%を上回る結果。（5月15日）	輸出及び投資がそれぞれ前期比+3.5%、同+2.9%と伸びる。もっとも、トランプ政権による相互関税発表（4月2日）を控え、米国向け輸出を増やすために製造業が生産を前倒ししていた可能性が意識されており、持続性に乏しいとの見方が根強い。

注：赤字は後続スライド参照。

直近の主な動き一覧（2/3）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
英国 外交	英国はBREXIT後のEUとの関係を「リセット」するためのEUとの首脳会議を開催予定。(5月19日)	BREXIT後も、英国にとってのEUとの経済面・外交面でのつながりの深さを考慮すれば、有意義な動き。特に、ウクライナ情勢においては、米トランプ政権が関与を弱める姿勢を強めるなか、英国とEUとの協力関係の強化は不可欠と見られる。もっとも、英国労働党政権は、2024年の総選挙で、単一市場や関税同盟に英国が復帰しないことを公約に掲げていたため、経済的な結び付きの再強化という面では当初から制約に直面している。
ユーロ圏 経済	ドイツZEW期待指数 が大幅回復。(5月13日)	5月の期待指数は25.2と、前月のマイナス14から改善した。ドイツでの新政権の発足や、米トランプ政権の関税問題では米国と英国の間で合意に到達、米中でも期限付きにせよ関税の大幅引き下げに相互合意するなど一定の進展が見られていることが背景にあると見られる。
EU外交	欧州委員会のフォンデアライエン委員長は、ロシアの金融部門を標的とした新たな制裁措置パッケージを進めていると明らかに。(5月16日)	ロシアとウクライナの代表団は16日、トルコのイスタンブールで3年半ぶりに協議を行ったが、ロシアのプーチン大統領は出席しなかった。フォンデアライエン氏は、プーチン氏にウクライナとの和平交渉を迫ることを目的の1つに挙げている。 別途、EUはロシアに対する17回目の制裁パッケージを発表している。このパッケージは主に、ロシアの「シャドーフリート(影の船団)」やロシア政府のエネルギー制裁回避を助ける個人や団体を標的としている。

注：赤字は後続スライド参照。

直近の主な動き一覧（3/3）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
ユーロ圏 経済・外交	ドイツのワーデフル外相がトランプ氏が求める 防衛費対GDP5%の達成 に前向きな姿勢を示す。(5月15日)	2024年のドイツの防衛費実績は対GDP比2%程度であり、実現すれば大幅な支出拡大となる。欧州の防衛産業の株価が再び上昇。 NATO加盟国の外相らは5月14、15日の日程でトルコのアンタルヤで協議を行っている。6月にはオランダ・ハーグで首脳会合が開催される予定。 ただし、財政に不安を抱えるドイツ以外の主要加盟国が、防衛費増額に対して前向きな姿勢を示すかは不透明。
ノルウェー 経済	ノルウェーの実質GDPは2025年1-3月期に前期比+1.0%と回復。(5月15日)	石油・ガス産業を除いた本土の国内総生産が前期比+1.0%と、2024年10-12月期の同▲0.4%の縮小から持ち直した。2022年4-6月期以来の大幅な伸びに。ノルウェー中央銀行は水力発電量の増加と、漁獲量の増加が背景にあると説明している。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「英国政府の移民政策厳格化の方針と、スコットランド独立問題」

先週は、ユアン・マグレガーが主演する舞台「Master Builder」をロンドン・ウェストエンドで観てきました。ユアン・マグレガーは私の学生時代には、「スターウォーズ Episode1～3」のオビ・ワン・ケノービ役など、ハリウッドの大作に次々と出演し、英国を代表する人気俳優として一世を風靡しましたが、54歳となった今も相変わらず、凛々しい印象でした。彼は英国北部スコットランド出身の俳優としても知られます。出世作の「トレインスポッティング」では最大都市のグラスゴーが、登場人物の20年後を描いた「T2 トレインスポッティング2」では第2の都市で金融・観光で栄えるエジンバラが舞台となっており、ちょっとしたスコットランドへの観光気分が味わえます。

一方、スコットランドは歴史的な背景もあり、英国からの独立の機運が根強く残る地域でもあります。とりわけ、2014年のスコットランド独立投票は当時の英国金融市場を揺るがし世界的に注目を集めました。賛成44.7%、反対55.3%で独立反対派が勝利した後もたびたび再投票実施の観測が流れるなど、英国の政治情勢の不安定化要因となり続けています。もっとも、2024年の英総選挙では、前党首の金銭スキャンダルもありスコットランド国民党（SNP）が大幅に議席を減らし、もともとこの地域を地盤の一つとしていた労働党が復権したことで、いったんスコットランド独立に向けた機運も下火になるかに思われていました。

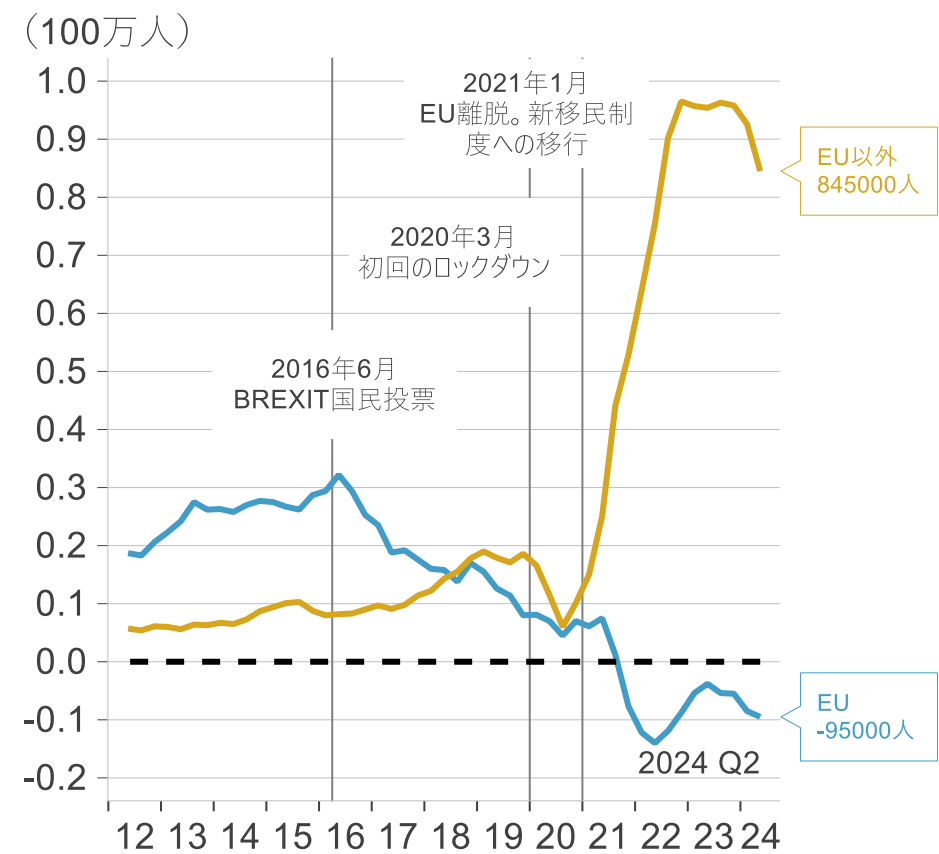
しかし、先週5月12日にスターマー政権が発表した、移民政策を厳格化する方針が、再びスコットランドを揺るがしつつあります。白書で示された方針の中には、技能労働者ビザ（Skilled Worker visa）の英語力や職務レベル要件の引き上げのほか、英国の高等教育機関を卒業後に取得できるビザ（Graduate visa）で滞在可能な期間の18カ月への短縮（従来は学部卒で2年間）、永住権の資格申請に必要な在留年数の延長（5年から10年へ）が含まれます。移民政策に関しては私もまさに当事者の1人なので、BBCニュースを食い入るように見ていたのですが、各党の代表が労働党による移民政策の厳格化方針に対する所見を述べ、保守党をはじめ多くの野党が理解を示すなかで、SNPのジョン・スウィニー党首がかなり強いトーンで批判していたことが気になりました。

こうした英国政府の移民政策厳格化の方針に対するスコットランド自治政府の反発の背景には、同地の人口動態が挙げられます。スコットランドの人口は2023年末時点で549万人と、イングランド・ウェールズが6,090万人の人口を抱え、ロンドンだけで895万人の人口がいることを踏まえればかなり少ないです。さらに、スコットランドは英国の他の地域と比較して急速に少子高齢化が進んでいることから、若年労働力の確保には移民の流入が欠かせない状況となっています。留学後、現地で就職を希望する学生の流れにも影響を及ぼす可能性があります。スコットランドの大学は比較的リーズナブルな学費でレベルの高い教育を行っていることで人気がありますが、海外の学生が卒業後にGraduate visaで滞在できる期間が短くなり、Skilled Worker visaへの切り替えが厳しくなれば、将来への不安からスコットランドを留学先として選ぶことに二の足を踏む可能性があります。そして何よりも、若年層の人口が自然減となる中で、医療分野をはじめ、移民流入に依存している職種の人材募集に支障が出てくるのが懸念されます。

こうした事情からスコットランド自治政府では、独自のビザの発給まで検討課題に挙がっている模様です。もっとも、これは英国政府が決して認めないでしょう。再びスコットランド独立への機運が高まるきっかけとはならないか、注視する必要があります。

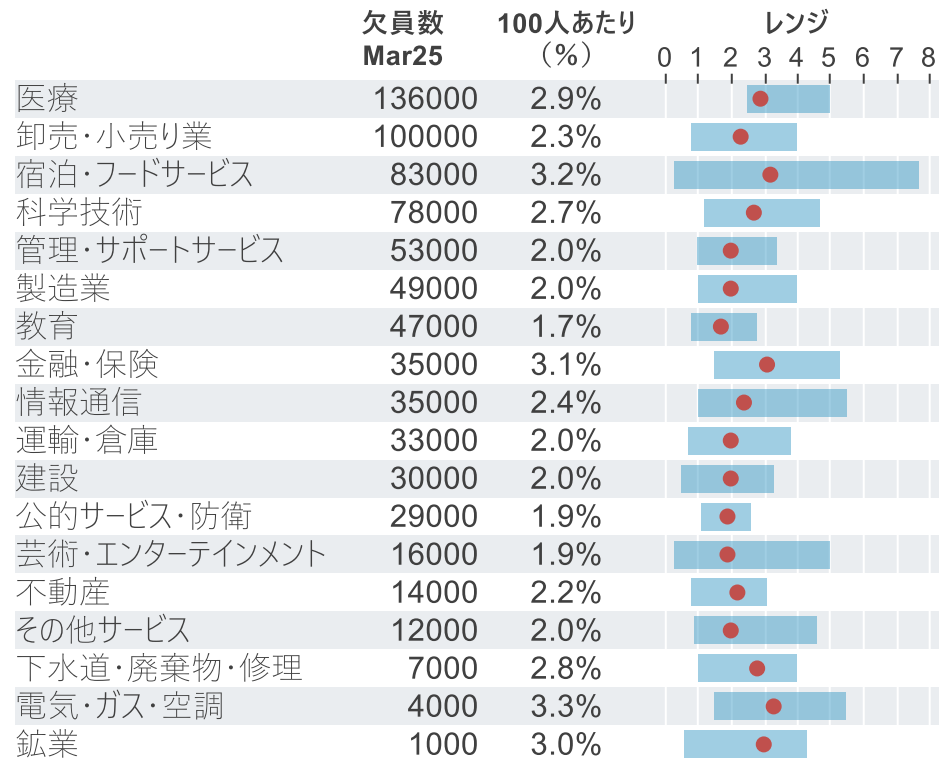
英国スターマー政権が移民政策を厳格化する方針を発表（5月12日）

英国 年間の移民純流入数



注：入国者数から出国者数を差し引いたデータ
(出所：英国家統計局、マクロポンド、みずほ)

英国 セクターごとの欠員状況



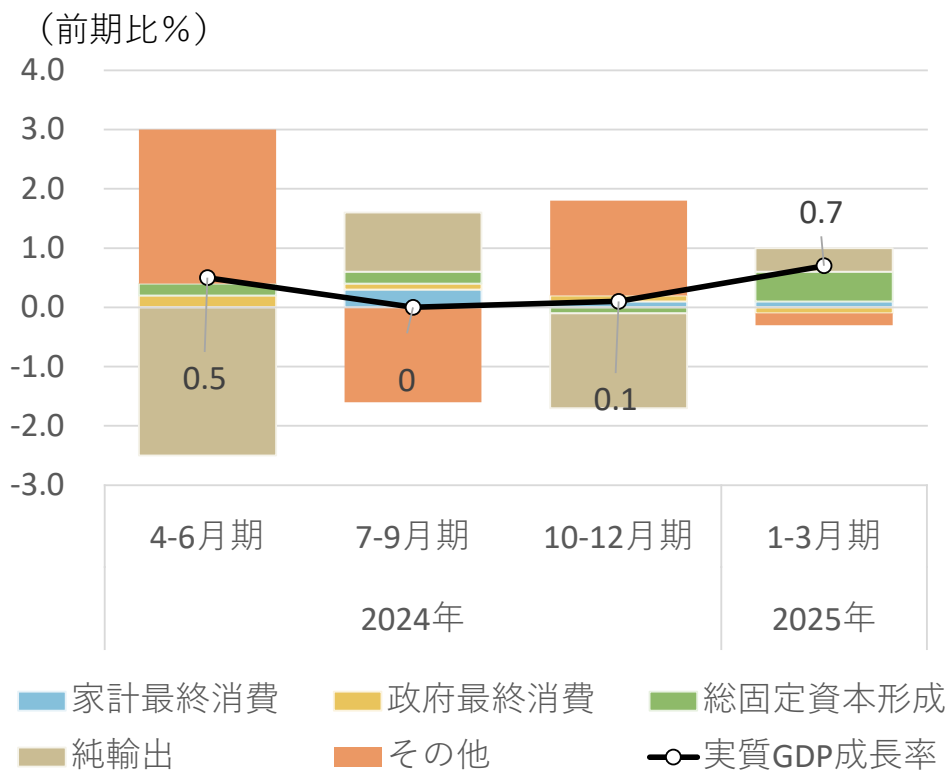
■ 2019年1月以降のレンジ ● Mar25

(出所：英国家統計局（ONS）、マクロポンド、みずほ)

2021年1月のEU離脱、新移民制度への移行後、英国への移民流入はむしろ拡大してきた。移民に対して厳しい姿勢を取る右派ポピュリスト政党のリフォームUKが5月はじめに行われた地方選挙で躍進したこともあり、労働党政権が対応を迫られた形に。詳細はこれから協議されると見られるが、医療分野をはじめ、移民流入に依存している職種の人材募集に支障が出てくることが想定され、労働需給の逼迫要因となる恐れ。

英国の2025年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.7%に。（5月15日）

英国 実質GDP成長率



(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 内訳

		(前期比%)				
		構成比 (%)	24 Q2	24 Q3	24 Q4	25 Q1
実質GDP成長率		100	+0.5	0	+0.1	+0.7
需 要 項 目 別	家計最終消費	60	▲0.1	+0.5	+0.1	+0.2
	政府最終消費	21	+1	+0.3	+0.5	▲0.5
	総固定資本形成	17	+1.1	+1	▲0.6	+2.9
	輸出	31	▲1.8	▲0.1	▲1.8	+3.5
	輸入	32	+5.5	▲2.8	+2.9	+2.1
産 業 別	農林水産業	1	+0.6	+0.8	+0.8	+0.5
	鉱工業	12	▲0.5	▲0.3	▲0.4	+1.1
	製造業	9	▲0.8	+0.2	▲0.6	+0.8
	建設業	6	+0.3	+0.4	+0.3	0
	サービス業	81	+0.6	0	+0.1	+0.7
	卸売・小売	10	▲0.2	+0.4	▲0.3	+1.6
	輸送・倉庫	3	+2.1	▲1.4	▲0.2	+2
	宿泊・フードサービス	3	+0.2	▲0.8	+0.1	▲1.1
	情報通信	6	+3.1	0	+0.9	+1.9
	金融・保険業	9	▲0.4	▲0.8	+0.1	▲0.2
	不動産業	13	+0.2	0	+0.3	+0.1
	企業向けサービス	14	+1.2	+0.3	▲0.1	+1.3
	公的サービス・教育・福祉	20	+0.6	+0.6	+0.1	0

注：構成比は2024年の名目GDP、もしくは総付加価値（GVA）生産額で算出。

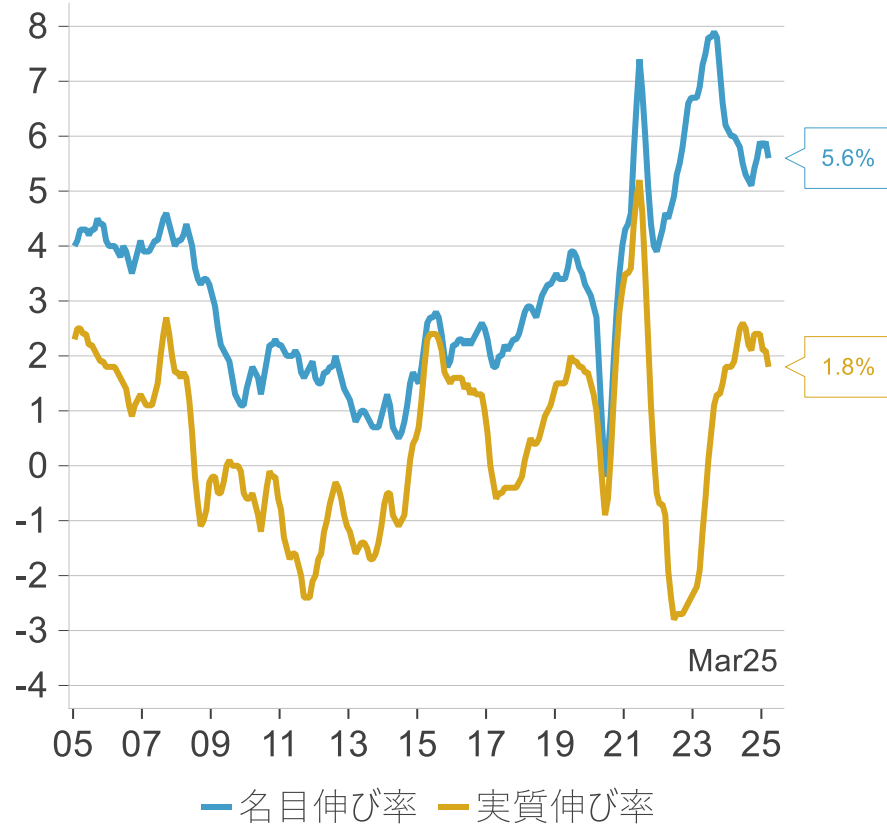
(出所：英国家統計局、ブルームバーグ、みずほ)

市場予想の同+0.6%を上回る結果に。輸出及び投資がそれぞれ前期比+3.5%、同+2.9%と伸びる。もっとも、トランプ政権による相互関税発表（4月2日）を控え、米国向け輸出を増やすために製造業が生産を前倒していた可能性が意識されており、持続性に乏しいとの見方が根強い。

英国の賃金上昇率、2025年1-3月期は前年同月比+5.6%に減速。（5月13日）

英国 週平均賃金（賞与を除く）3か月平均

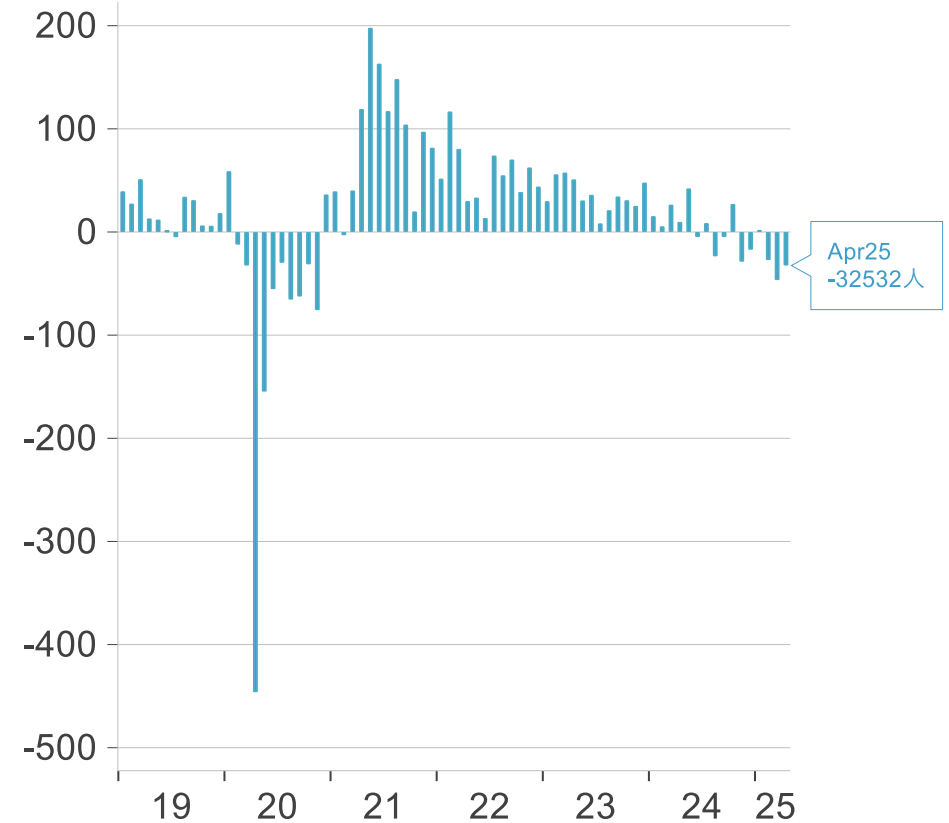
（前年比%）



（出所：英国国家統計局（ONS）、マクロポンド、みずほ）

英国 給与所得者 月次変化

（1000人）

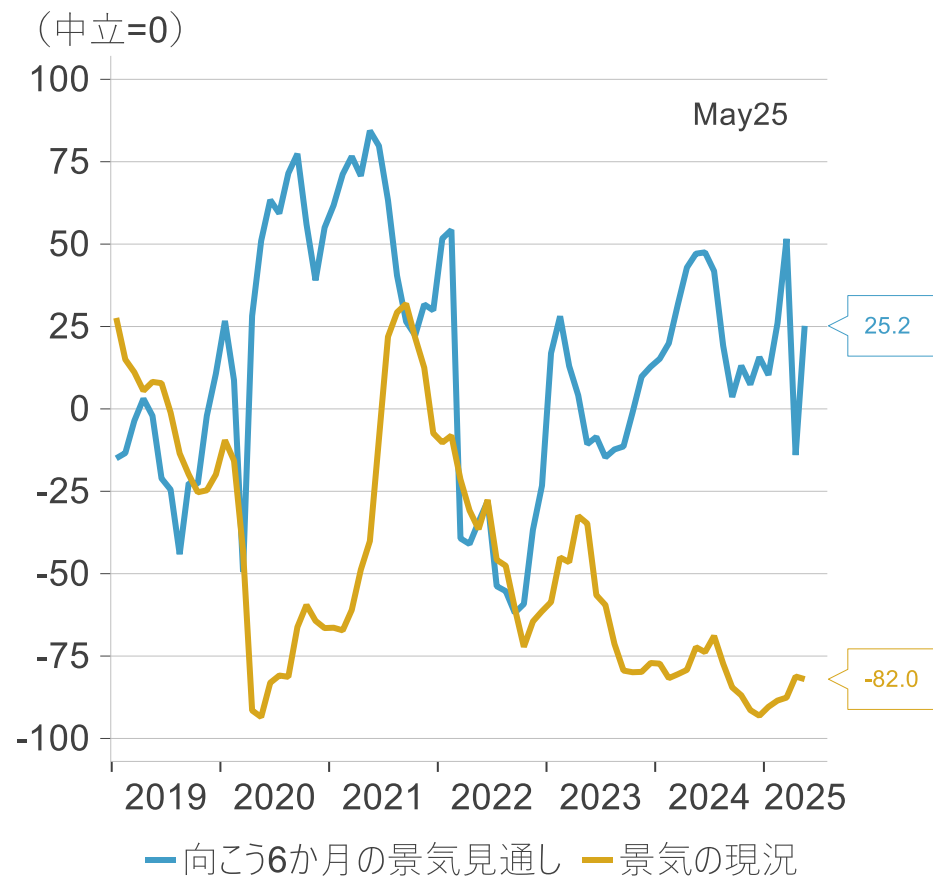


（出所：英国国家統計局（ONS）、マクロポンド、みずほ）

英国の2025年1～3月の平均賃金（賞与除く）は前年同期比+5.6%と、2024年12月～2025年2月の同+5.9%から伸びが減速した。給与所得者の数は4月に3万2,532人減少しており、労働需給の逼迫には緩和の兆候が強まりつつある。もっとも、現時点で賃金の伸び率は依然として高く、イングランド銀行の利下げ加速にはつながらない見込み。

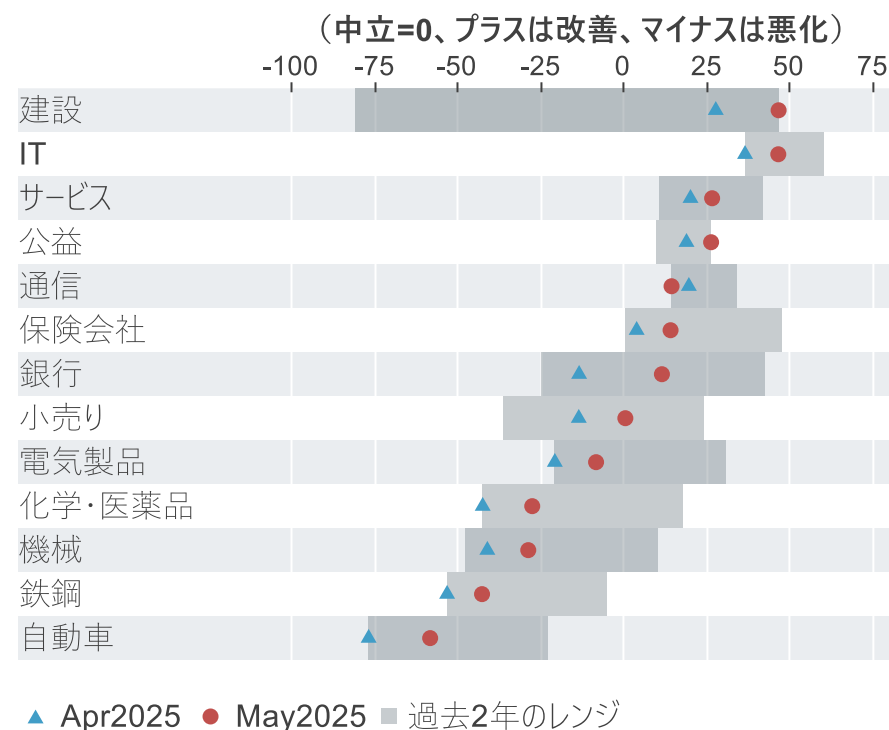
ドイツ ZEW 期待指数が大幅回復。(5月13日)

ドイツ ZEW 景況感指数



(出所：ZEW、マクロボンド、みずほ)

現況指数 セクターごとの動き

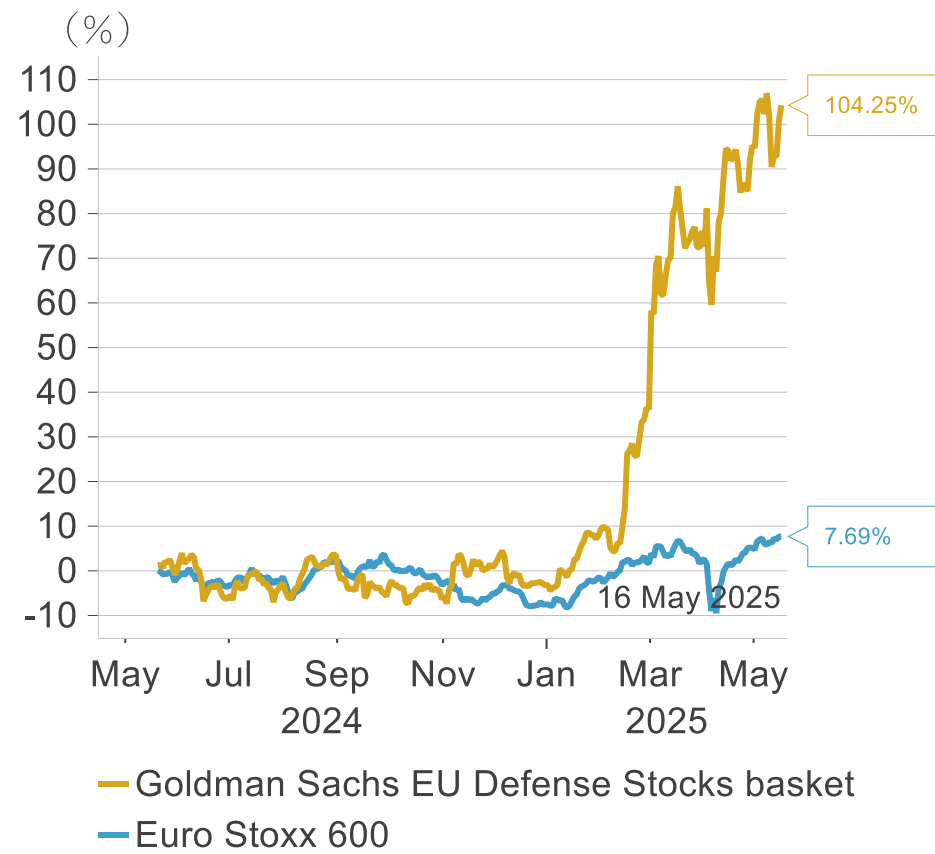


(出所：ZEW、マクロボンド、みずほ)

5月の期待指数は25.2と、前月のマイナス14から改善した。ドイツでの新政権の発足や、米トランプ政権の関税問題では米国と英国の間で合意に到達、米中でも期限付きにせよ関税の大幅引き下げに相互合意するなど一定の進展が見られていることが背景にあると見られる。

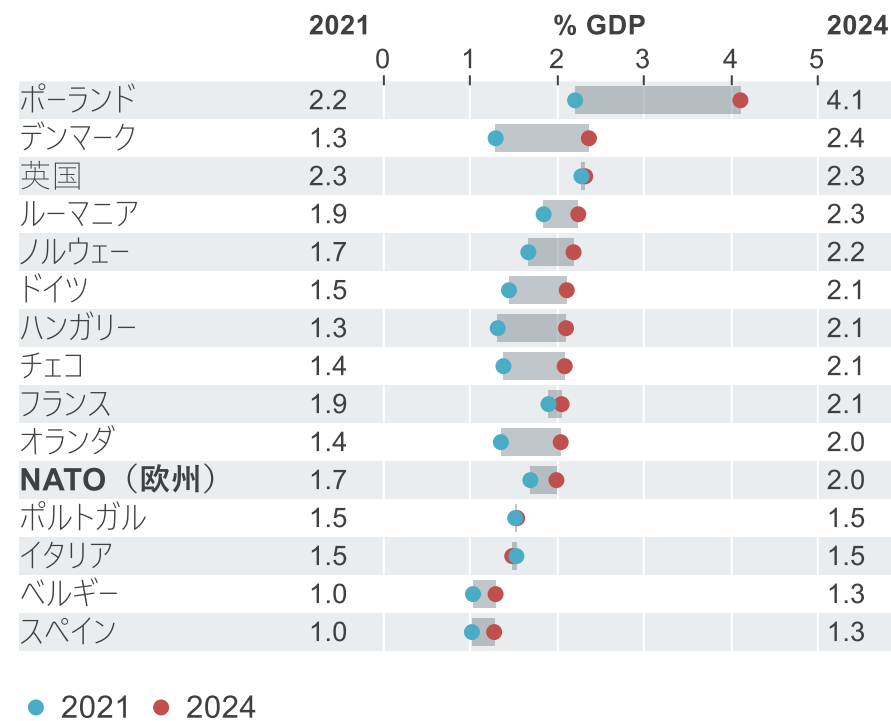
ドイツ外相が防衛費対GDP5%の達成に前向きな姿勢を示す。(5月15日)

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)

欧州主要国 防衛費対GDP比率 (%)



(出所：NATO、マクロポンド、みずほ)

2024年のドイツの防衛費実績は対GDP比2%程度であり、実現すれば大幅な支出拡大となる。欧州の防衛産業の株価が再び上昇。NATO加盟国の外相らは5月14、15日の日程でトルコのアンタルヤで協議を行っている。6月にはオランダ・ハーグで首脳会合が開催される予定。ただし、財政に不安を抱えるドイツ以外の主要加盟国が、防衛費増額に対して前向きな姿勢を示すかは不透明。

欧州G10通貨中期見通し（2025年4月30日時点）

	Spot	2025 Jun	Sep	Dec	2026 Mar	Jun
VS USD						
EUR/USD	1.14	1.13	1.12	1.09	1.08	1.10
GBP/USD	1.34	1.35	1.35	1.34	1.34	1.36
USD/CHF	0.82	0.82	0.82	0.86	0.89	0.89
USD/NOK	10.4	10.4	10.4	10.6	10.6	10.3
USD/SEK	9.7	9.7	9.7	9.9	9.9	9.6
VS EUR						
EUR/GBP	0.85	0.84	0.83	0.81	0.81	0.81
EUR/CHF	0.94	0.93	0.92	0.94	0.96	0.98
EUR/NOK	11.84	11.7	11.6	11.5	11.4	11.3
EUR/SEK	10.99	11.0	10.9	10.8	10.7	10.6
VS JPY						
EUR/JPY	162.4	162	161	159	157	160
GBP/JPY	190.7	193	194	196	194	197
CHF/JPY	173.4	174	175	169	163	163
NOK/JPY	13.7	13.8	13.9	13.8	13.7	14.1
SEK/JPY	14.8	14.7	14.8	14.7	14.6	15.0
USD/JPY	142.8	143	144	146	145	145

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4月30日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2025年4月30日時点

英ポンド

米相互関税発表後、英国債（ギルツ）市場の亀裂が鮮明に。

・4月2日に米トランプ政権が相互関税を発表したことを受けて、世界的に金融市場が混乱に見舞われるなか、英ポンドはユーロとは対照的に対ドルで下落が先行した。月末にかけては対ドルで持ち直し、月間の騰落率は+3.2%となったが、ユーロ(+4.7%)や日本円(+4.8%)など、他の主要通貨と比較すればパフォーマンスは劣っている。英国は、対米貿易収支がほぼ均衡しており、比較的トランプ関税の影響を直接的には受けにくいと見られるが、それでも4月以降の英国国内債券市場の状況や、景気指標は勇気づけられるものではない。

真っ先に亀裂が鮮明となったのは、英国債（ギルツ）市場である。相互関税発表後の世界的な債券市場の下落の影響が波及する形で、英30年国債は1998年以来の高水準に達した。イングランド銀行（BOE）は国債利回りが急騰する中、量的引き締め政策の下で4月10日に予定していた長期国債の市場売却を一時停止。代わりに14日に7.5億ポンドの短期国債を売却すると発表している。長期金利の上昇は、英国の不動産市場や財政に悪影響を及ぼす恐れが大きい。

4月23日に発表された4月の英PMI速報値では、景況感の落ち込みが鮮明となっている。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カ月ぶりの低水準となった。

BOEがかねてより金融政策の軸足をインフレ抑制から景気への配慮にシフトさせつつあることを踏まえれば、4月に入り金融市場でBOEの利下げ織り込みが拡大していることは、妥当な流れであろう。とはいえ、英国ではBREXITなど固有の要因もあり、賃金及びサービス価格の高止まりがユーロ圏と比較して鮮明であり、BOEが積極的な利下げには動きにくい環境にある。このように「悪い高金利」の側面も否めないが、英国は主要国の中で特に長短の金利水準は高く、結果的に、英ポンドがユーロと比較して緩やかながら上昇する見通しを描いている。

ユーロ

ECBはユーロ高経由でディスインフレ圧力が輸入される展開について懸念を示す。利下げ路線は継続へ。

・4月のユーロ相場は騰勢を強めた。文字通り、ドルの信認喪失を受けた「敵失のユーロ高」という側面は大きい。ECBの利下げ路線も結局、当面は持続する流れに至っており、トランプ関税の影響は域内経済を下押しすることが予想される。真っ当に考えれば、ユーロを買えるような状況ではないが、国際金融秩序の変革とそれに伴うドル凋落が争点化する中、4月はドル売り優勢の展開が相場を規定した。なお、4月のECB政策理事会ではユーロ高経由でディスインフレ圧力が輸入される展開について懸念が示されており、当面は利下げを前提とした運営が続くと思われる。欧米金利差と安定した関係にあるユーロ/ドル相場の性質を踏まえれば、4月のような一方的な上昇を期待するのは難しいはずである。予想レンジの上方修正は必要だが、全体的なパスの修正までは現段階では必要ないだろう。なお、欧州は米国からの自立をテーマとして独自のFTA戦略を模索する最中にある。予測期間中にその影響が可視化されることはないが、今後、EUとアジアの結びつきが強化される中、日欧貿易の変化などを通じて円相場にどのような影響が生じるかは留意しておきたい論点である。

注：ユーロの見通しの概要は「みずほ中期為替相場見通し」（2025年4月30日発行）より抜粋。

スイスフラン

安全資産需要がフランを急激に押し上げ

- スイスフランの4月の対ドル上昇率は+7.1%に達し、日本円(+4.8%)やユーロ(+4.7%)をおさえ、G10通貨の中で圧倒的なパフォーマンスとなった。4月2日に米トランプ政権が相互関税を発表したことを受けて、世界的に金融市場が混乱に見舞われるなか、対外純債権国であり、巨額の貿易黒字に支えられたスイスフランに対する安全資産需要が急激に強まったものと見られる。スイスから米国へのこれまでの投資資金が一部本国に還流した可能性も高いだろう。
- スイス国立銀行(SNB)のシュレーゲル総裁は、4月25日に、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している。スイスが小規模で開放的な経済構造であることが直接的な理由であり、スイスの主力輸出品の一つである医薬品に対し、トランプ政権が品目別関税の対象にする方針を示していることを意識したもの、という見方が一般的である。もっとも、上述の通り、スイスフランが世界的な不透明感から急騰していることも意識した発言である可能性は高い。政策金利が0.25%と既に先進国の中で最低水準にあるSNBの利下げ継続を示唆する内容だと見られる。
- 短期的なフランの先行きに関しては、まさにトランプ政権の関税政策次第、という側面が大きいと見られるが、見通し後半にかけてはさすがに不確実性が低下、安全資産需要が後退することを前提に、ややフラン安となる見通しを置いている。

ノルウェークローネ

原油価格の大幅下落が重石に。

- ノルウェークローネは4月2日の米相互関税発表後、対ユーロのみならず、対ドルでも大幅な下落となった。対ドルでは世界的なドル売りの流れもあり月末には3月末の水準まで戻ったが、ユーロでは月間で3.6%もの大幅下落となっている。クローネの下落は、原油価格下落の影響が大きいだろう。これは、トランプ政権の関税政策をはじめとする政策不透明感が、世界経済の下押し圧力となる懸念を背景としたものと見られる。さらには、OPEC+が4月3日、予想より大幅な減産を5月に実施することで合意したほか、サウジアラビアが4月6日に公式販売価格(OSP)を大きく引き下げたことも相場下落に拍車をかけている。先行きも、米国をはじめとする世界経済の先行き不透明感は継続する恐れが大きく、クローネは上値の重い展開となる公算が大きい。

スウェーデンクローナ

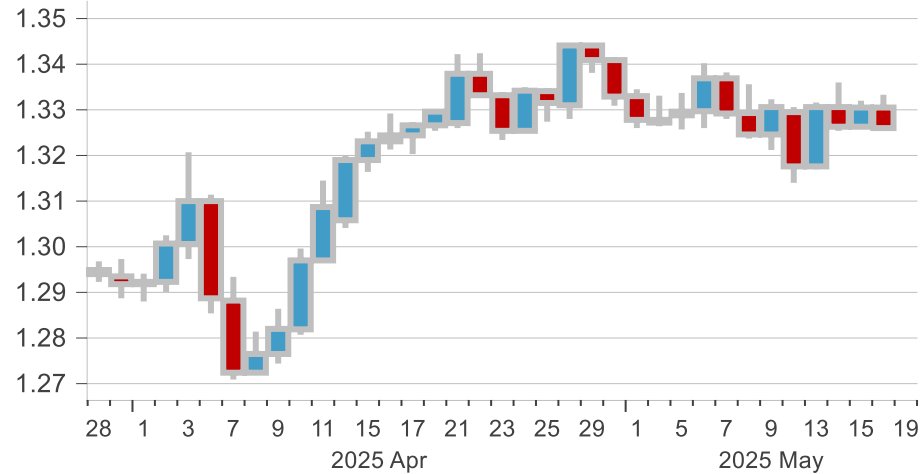
先行きの景気減速懸念が強まる

- スウェーデンクローナは4月に対ユーロで0.8%の下落となったが、対ドルでは3.9%の上昇となった。結果的に、それほど為替市場の値動きには特筆すべきものはなかったが、経済・物価指標はやや市場予想対比下振れており、ファンダメンタルズは悪化しつつある。4月29日に発表されたスウェーデンの2025年1-3月期の実質GDP成長率は前期比横ばいとなり、同+0.2%の市場予想を下回った。2024年10-12月期は同+0.2%だった。長期金利の上昇による借入コスト上昇が不動産市場に悪影響を及ぼしている可能性がある。さらに、米国の関税政策を巡る混乱で、消費者センチメントは16か月ぶりの低水準に落ち込んでおり、先行きは一段と景気は停滞する恐れが強まっている。リクスバンクの利下げ期待が本格的に復活にはまだ距離があると見られるが、景気減速懸念はクローナの上値を抑えるものとなる公算が大きい。

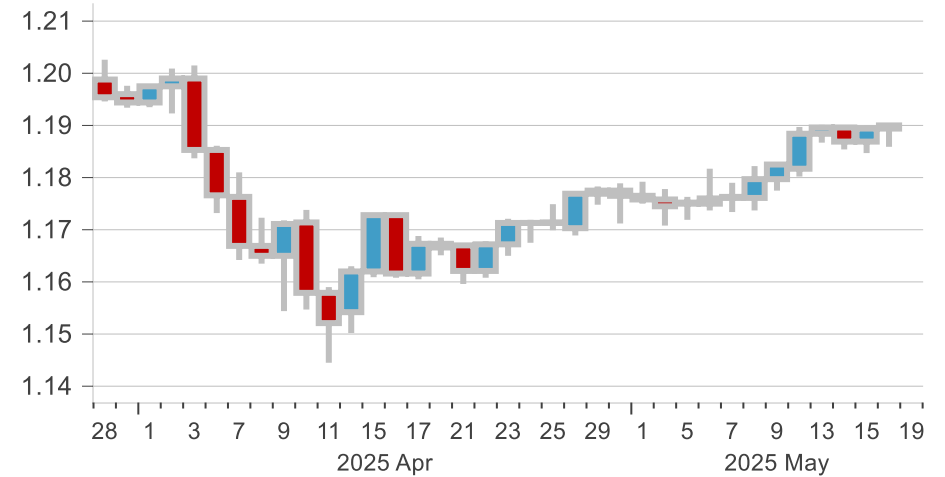
マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

英国 マーケットデータ (1 / 2)

ポンド対ドル相場 (GBPUSD)



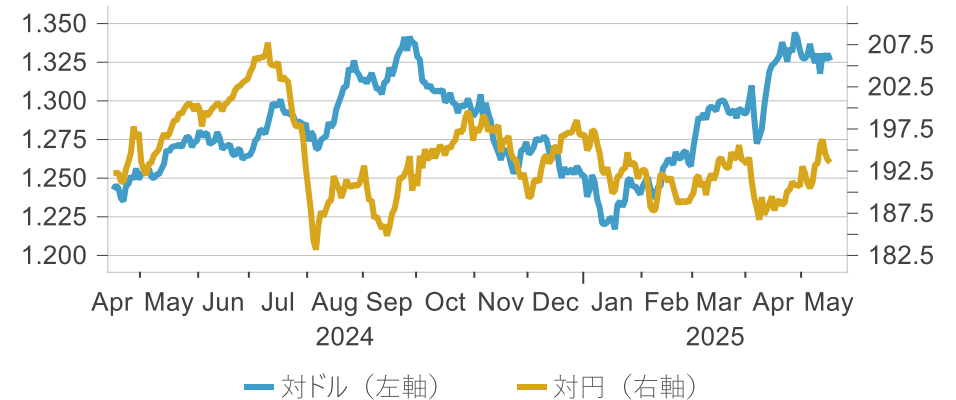
ポンド対ユーロ相場 (GBPEUR)



ポンド対円相場 (GBPJPY)



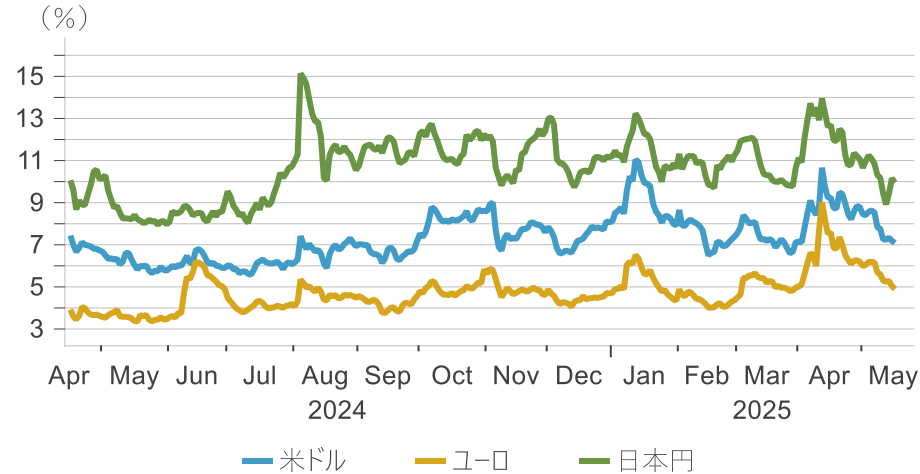
ポンド 対ドル、対円レート ロンドン終値 日足
(GBPUSD) (GBPJPY)



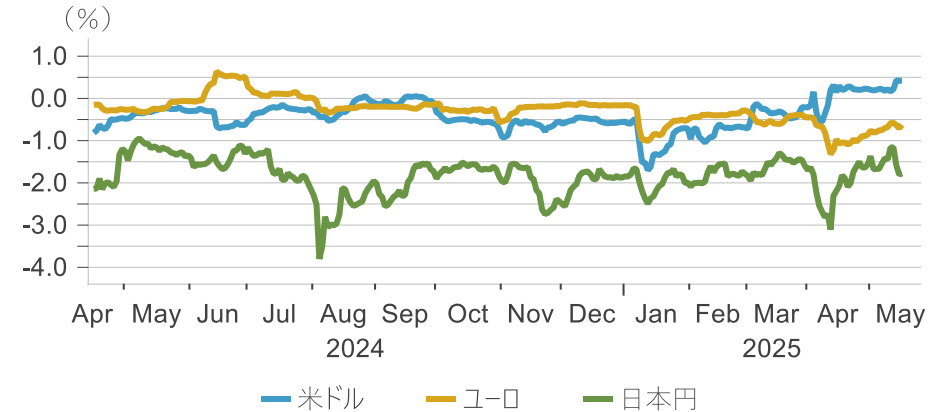
MACROBOND

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)

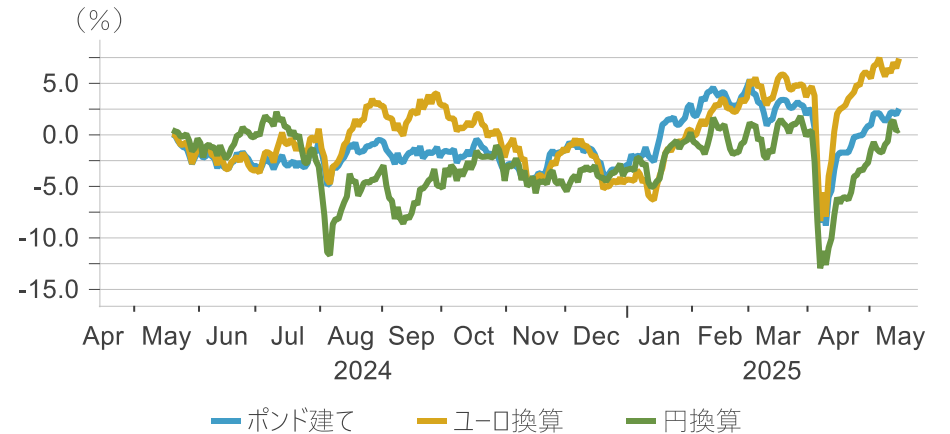


注：リスクリバーサルがプラスであればポンドの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ポンドの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

英国国債 (ギルツ) 利回り、政策金利

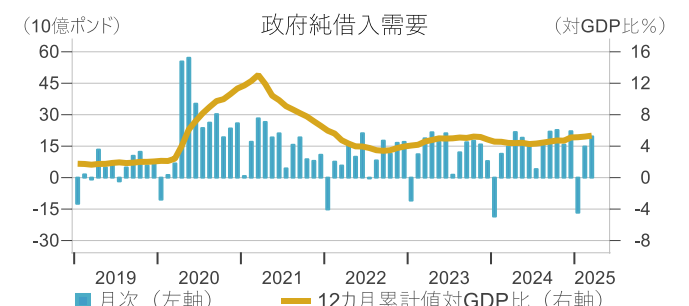
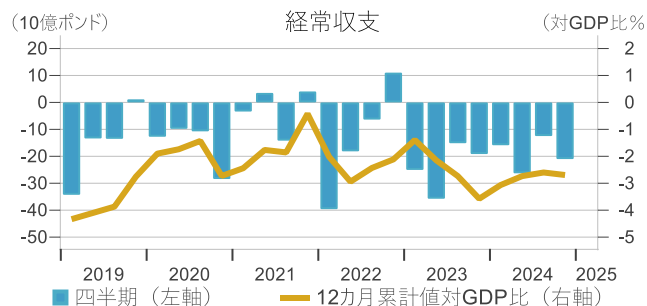
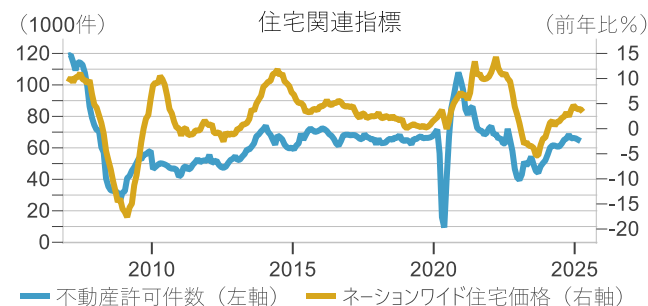
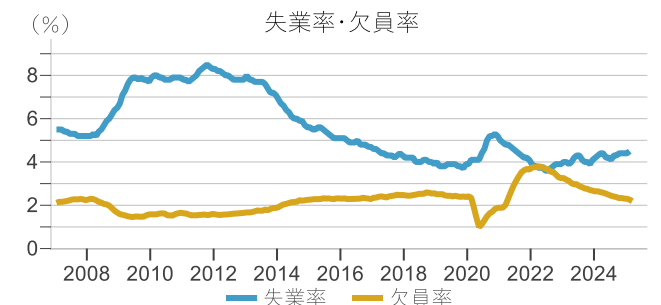
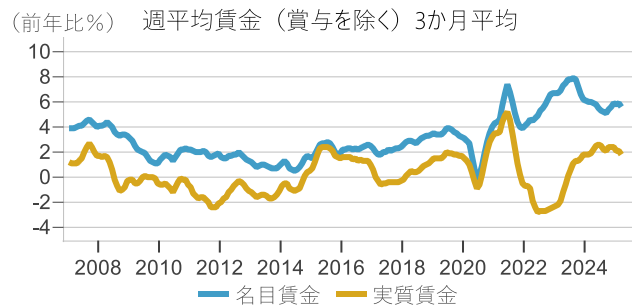
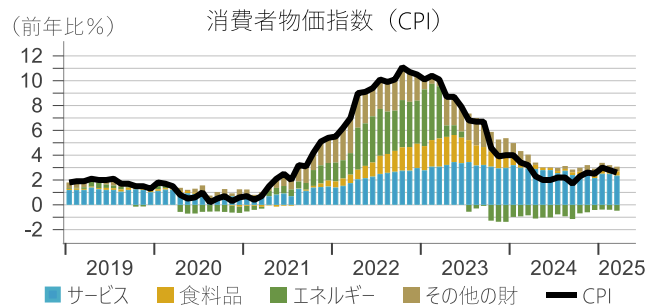
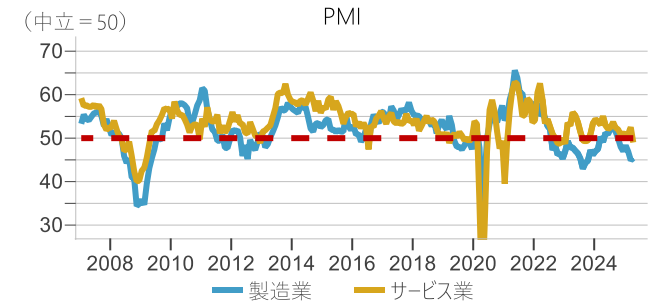
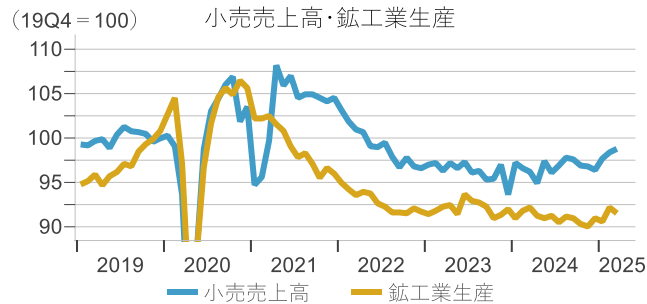
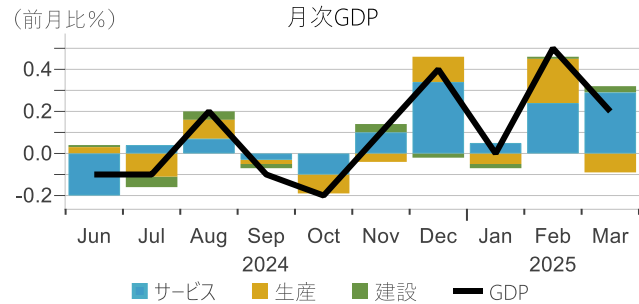


FTSE100種総合株価指数 年間騰落率



MACROBOND

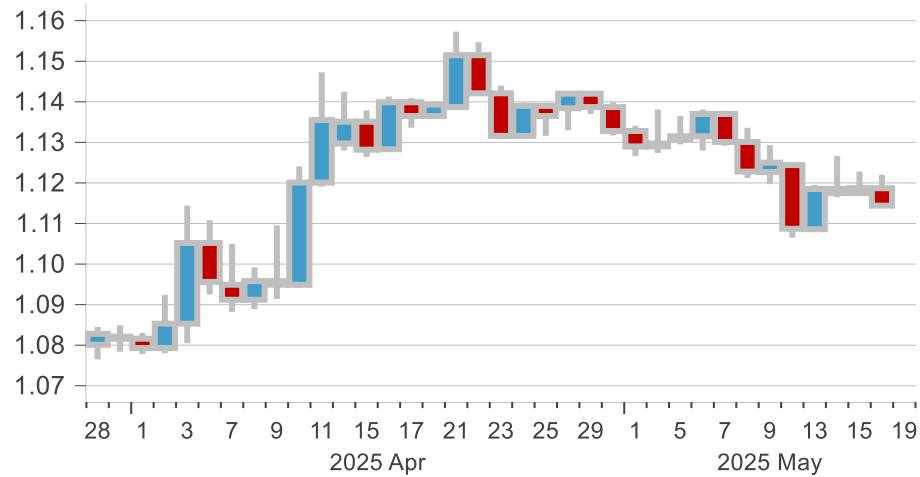
英国 主要経済指標



(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)

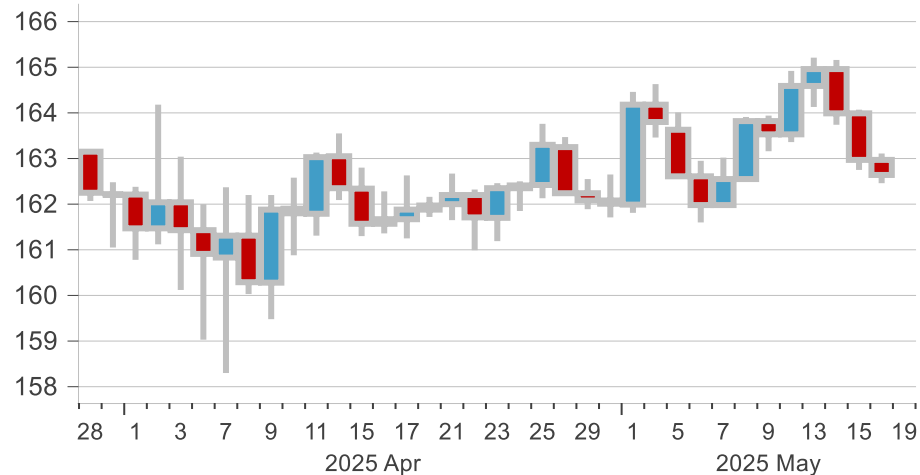
ユーロ対ドル相場 (EURUSD)



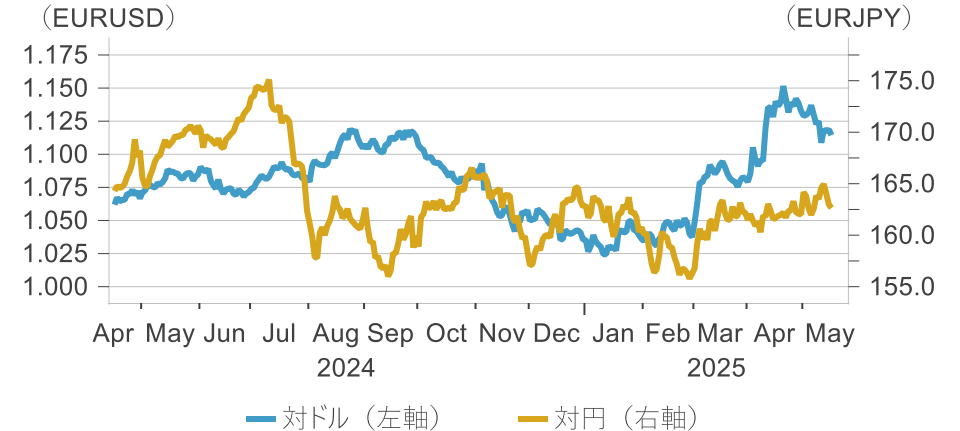
ユーロ対ポンド相場 (EURGBP)



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

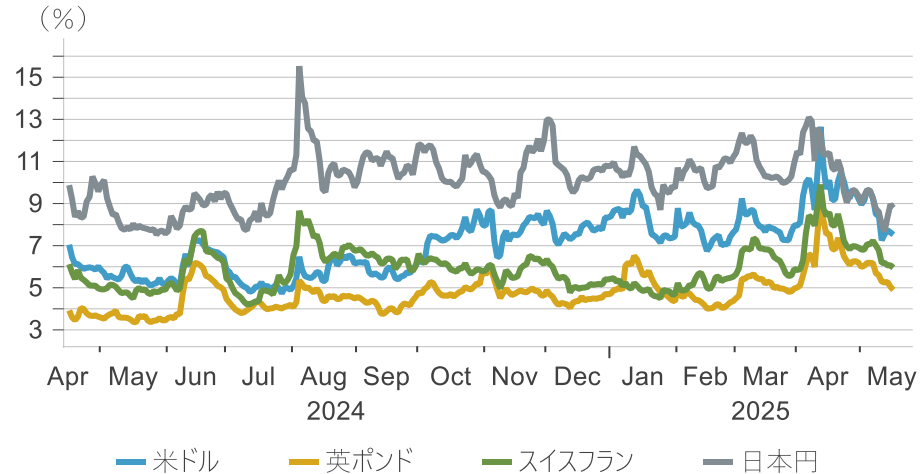


— 対ドル (左軸) — 対円 (右軸)

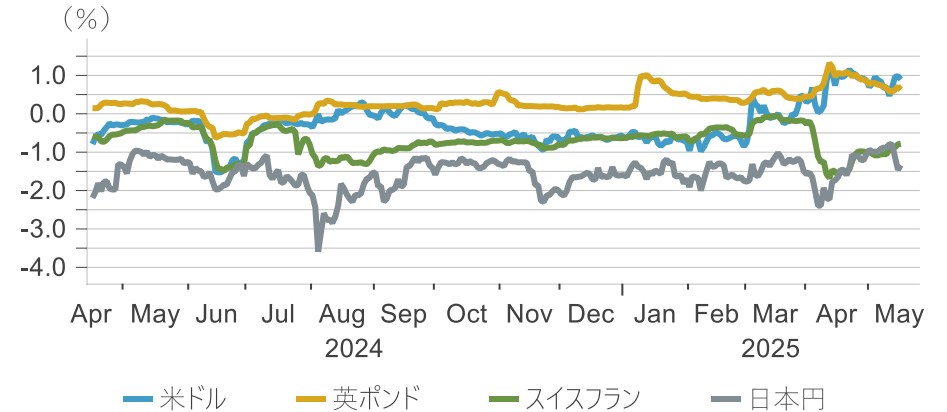
MACROBOND

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)

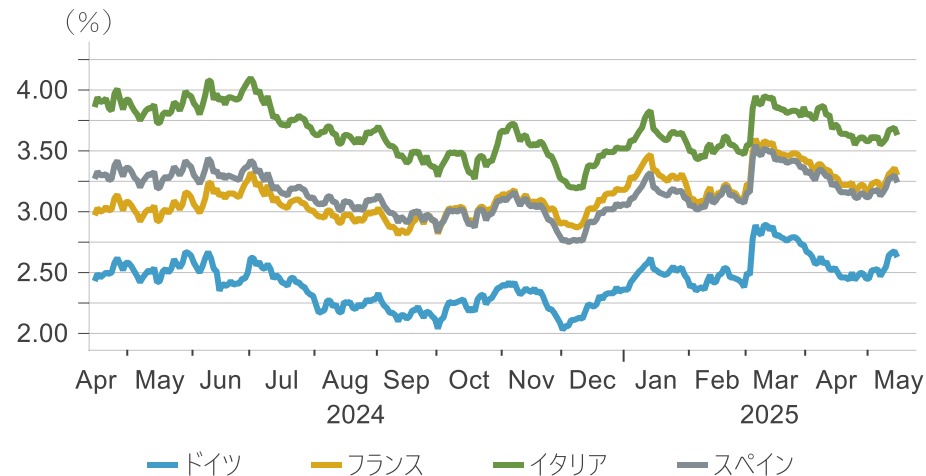


ユーロ リスクリバーサル (1か月)

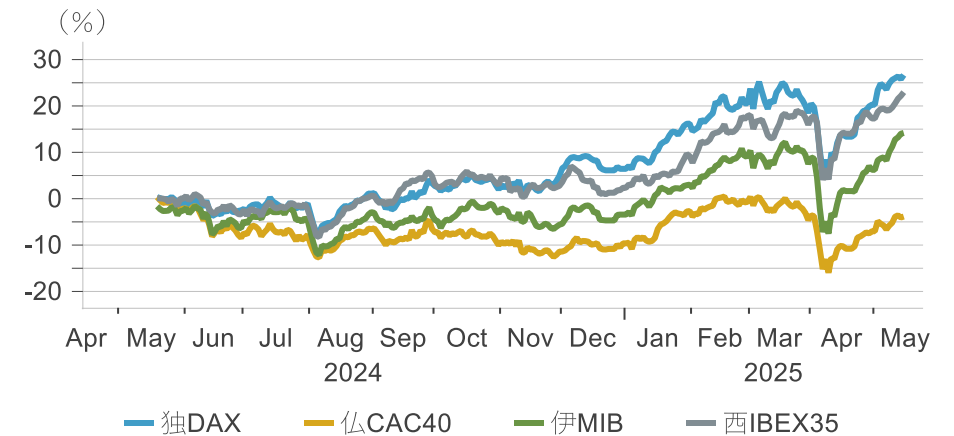


注：リスクリバーサルがプラスであればユーロの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ユーロの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

ユーロ圏主要国 10年国債利回り

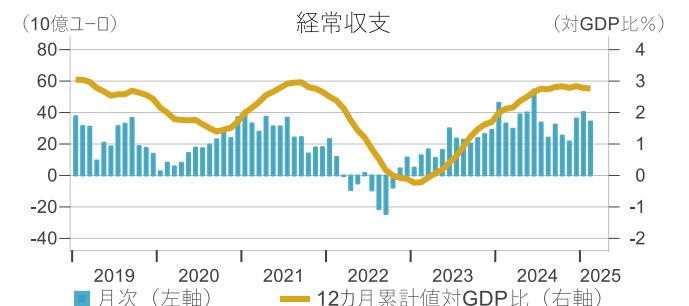
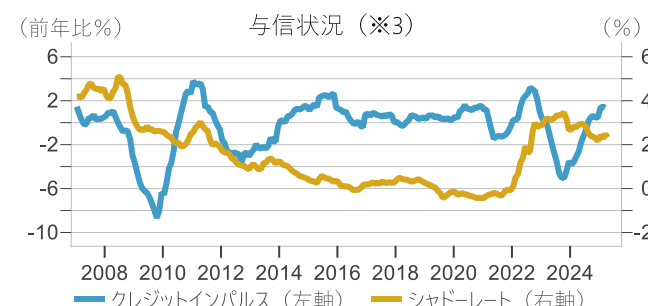
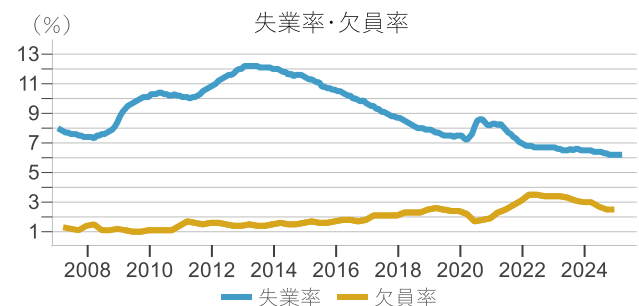
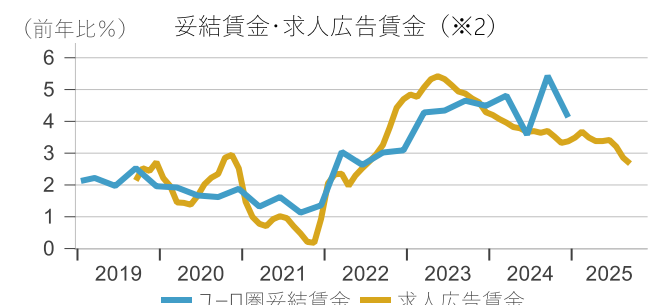
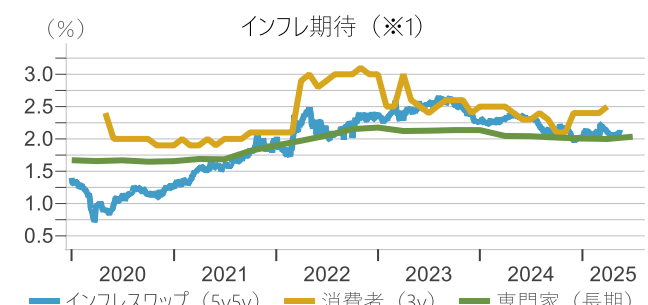
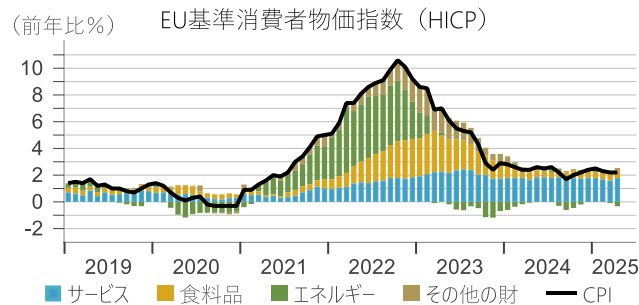
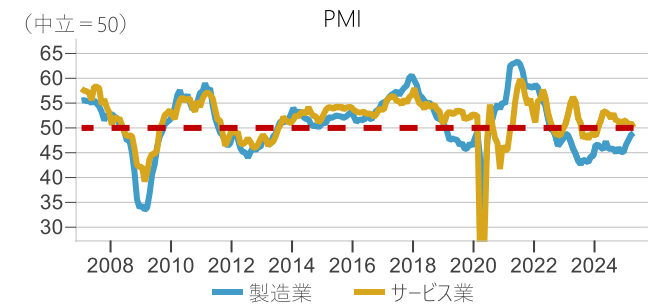
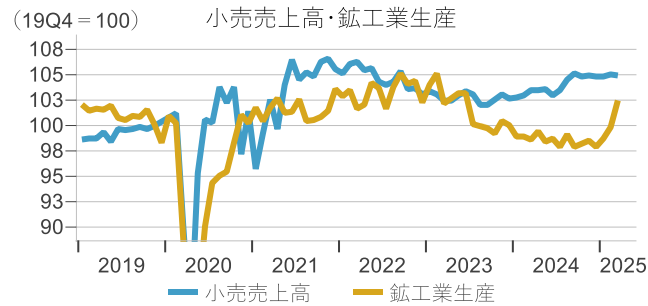
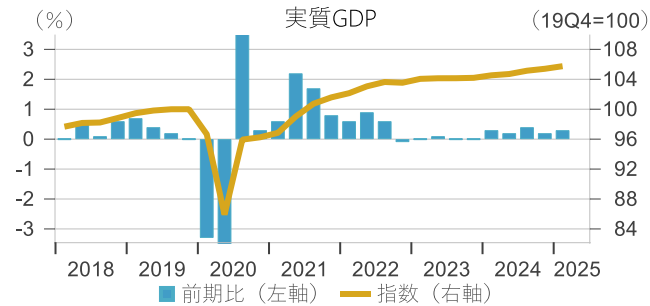


ユーロ圏主要国 株価指数 年間騰落率



MACROBOND

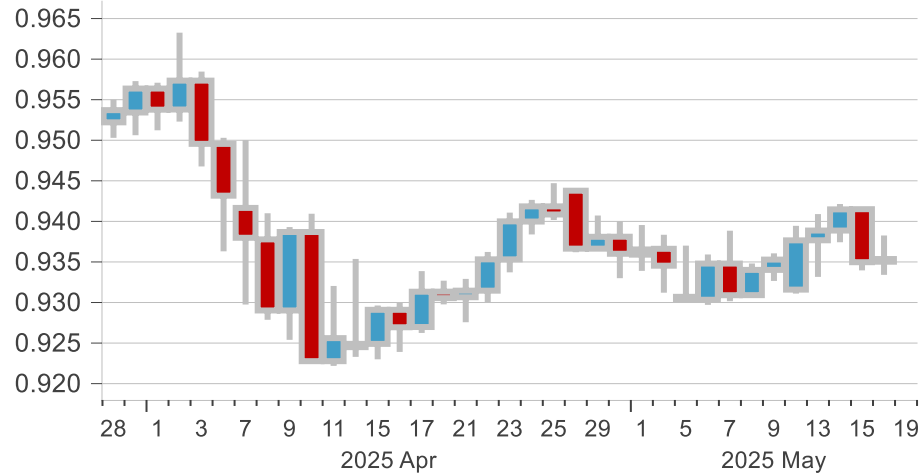
ユーロ圏 主要経済指標



※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

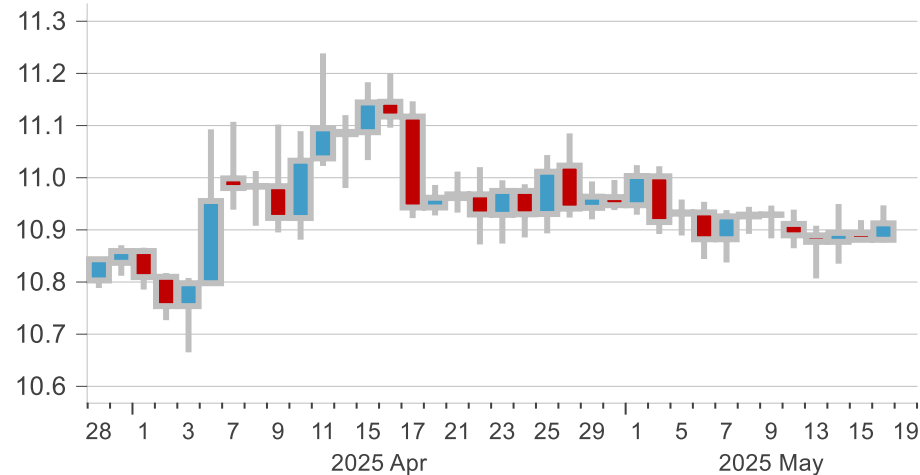
スイスフラン対ユーロ相場 (EURCHF)



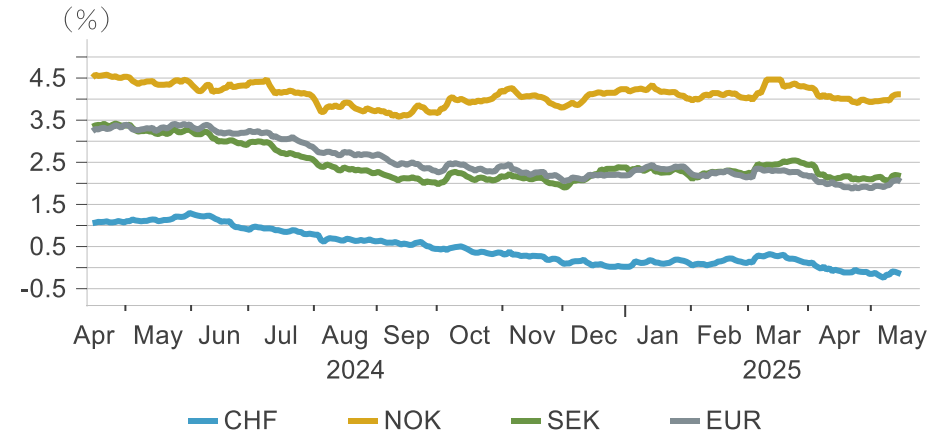
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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



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.