

欧州G10通貨週報

2025年6月16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（1/2）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
英国 経済	リーブス英財務相は 包括的な歳出見直し(Spending Review) を発表(6月11日)	保険・公共サービス(NHSを含む)、安全保障を中心に、実質ベースで年平均2.3%の支出増に。公共支出は2兆ポンド超が見込まれている。とりわけ、医療、防衛、エネルギー分野での支出増が目立つ。
英国 経済	英国の給与取得者 は5月に10万9000人減少。過去5年で最大の落ち込みに。(6月10日)	2025年2月～4月の3カ月間の賃金上昇ペース(賞与を除く)も1月～3月の前年比+5.5%から同+5.2%へと大幅に鈍化し、労働市場の悪化が顕著となっている。リーブス財務相による企業の人件費負担の増加の影響を回避するために、企業が人員整理に動いている可能性。GDPの落ち込みとあわせ、イングランド銀行(BOE)の利下げ織り込みを強める結果に。現状、年内あと2回の0.25%ポイントの利下げが完全に織り込まれている。来週6月19日のBOE会合では据え置きが見込まれるが、8月会合での追加利下げの公算が大きい。
英国 経済	4月英国GDP は前月比▲0.3%減と1年半ぶりの大幅な落ち込みに(6月12日)	2月から3月の経済活動が、4月の米国による相互関税発表前の駆け込みもあり堅調だったことの裏返しという側面もあると見られるが、雇用者負担の社会保険料負担増などの影響が出た可能性も否めない。成長鈍化が続けば、リーブス財務相が進める大規模な支出計画の実現に向けて必要な歳入の確保が難しくなり、秋の予算で追加的な増税措置を打ち出さなければならなくなるリスクを高める。

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
EU 外交	EU、ロシア産原油の上限価格引き下げ 新制裁案をG7首脳と協議へ(6月10日)	EUはロシアに対する新たな制裁案として、ロシア産原油の上限価格を現行の1バレル＝60ドルから45ドルに引き下げを提案。この案は、6月15日から17日にカナダで開催されるG7首脳会議で協議される予定。もっとも、実効性には疑問符が付く。ロシアは制裁逃れのため、非G7国籍のタンカーや保険を使った独自の輸送網(いわゆる影の艦隊)を構築し、実際には60ドル超での取引が継続しているケースも多いとされる。こうした影の艦隊への締め付けには、米国の関与が求められるが、トランプ政権は原油価格の上昇につながりうる対ロ制裁強化には慎重とされる。
EU エネルギー	中東情勢の緊迫化 を受け、エネルギー価格が急騰(6月13日)	イスラエル軍が6月13日にイラン全土の複数施設を空爆し、イラン革命防衛隊の幹部や軍高官を殺害。イランは報復として、100機以上のドローンイスラエルに向けて発射した。ブレント原油は一時、前日比10%を超える上昇。天然ガス価格も一時、7%近く押し上げられている。エネルギー価格の急騰は、国際収支の観点からはユーロにとっては下押し圧力に。
ユーロ圏 経済	ユーロ圏の4月鉱工業生産 は前月比▲2.4%減(6月13日)	3月の前月比+2.4%から反落した。米国の相互関税発表前の駆け込み需要の反落が主因と見られる。市場予想の同▲1.7%減を下回ったのは、アイルランドの大幅な落ち込みの影響が大きかったと見られる。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「支出計画に見られる英政府の優先順位」

英国のレイチェル・リーブス財務相は6月11日に、包括的な歳出見直し（Spending Review）を発表しました。

支出計画からは、英政府の優先順位が見えてきます。

とりわけ支出増が目立ったのが医療分野であり、国民医療保険制度（NHS）に対しては年間290億ポンド（対GDP比約1.0%）の追加支出が発表されました。

次に、国防費は対GDP比2.3%から2.6%に増加させる方針が示されました。原子力潜水艦の近代化に60億ポンド、弾薬生産に45億ポンドが支出されます。

エネルギー、環境分野でも大型の投資方針が発表されており、原子力発電所に142億ポンド、小型モジュール炉（SMR）に25億ポンド、CCUS（二酸化炭素回収・貯留）に94億ポンドが支出されます。

リーブス財務相は「労働者の生活向上と経済成長の両立」を掲げ、保守党政権時代の緊縮財政からの転換を強調しました。

一方、いくつかの分野では明確な削減方針が示されました。

対外援助予算の抑制方針により、外務省の予算が年率5%削減されたほか、警察部門を除いた内部省の機能は年率4.5%減となります。また、象徴的な事例として、難民申請者の一時滞在に使われているホテルの使用を段階的に廃止する、ともしています。

ただ、成熟した先進国である英国は高成長による税収増が見込みにくいなか、こうした一部の支出抑制策で、野心的な支出計画を支えるための財源が生み出されるのかは疑問が残ります。秋に発表される予算案で、国債の増発や、増税が打ち出される可能性はあります。

保守党政権時の最後の財務相だったジェレミー・ハント氏は、エコノミスト誌への寄稿の中で、リーブス氏の支出計画に一定の理解を示す一方、国債の増発や、増税を回避するためには福祉予算のさらなる効率化が必要だと訴えています。英国では、コロナ以降、精神疾患を含む長期の疾病を理由に労働市場から退出する人々が急増しており、社会保障費の増加、労働力不足の深刻化といった問題を引き起こしています。ハント氏は真に深刻な病気の人は支える必要があるとする一方、軽微な症状であれば支援を労働市場への復帰につなげるべきと主張しています。

ただ、これは当然、どこまでが深刻なのかの線引きは難しい問題です。労働市場への復帰と言えは聞こえはいいものの、支援の打ち切りによって人々を仕事を再開せざるを得ない状況に追い込むことが起こるだろうと思われます。

「本当に必要な人に支援を届ける」のは理想ではあるものの、政策的なデザインは難しいと感じます。日本では全国民一律の現金給付が与党の公約として掲げられると報じられていますが、そうした対応が難しくなり「真に困っている人」と「そこまででもない人」を分けることが喫緊の課題となっている英国で、今後どのような社会的な歪みが生じていくのかは注意深く見ていく必要があると感じます。

リーブス英財務相は包括的な歳出見直し（Spending Review）を発表（6月11日）

重点分野別の支出

1. 安全保障

- 国防費：2027年以降、GDP比2.6%に引き上げ。
- 国境警備：年間最大2億8,000万ポンドの追加資金。

2. 保健・公共サービス

- NHS（国営医療サービス）：290億ポンドの増額。
- デジタル化（DX）に100億ポンド（2028年度まで）。
- 無料給食：提供対象を拡大。

3. 経済成長・インフラ

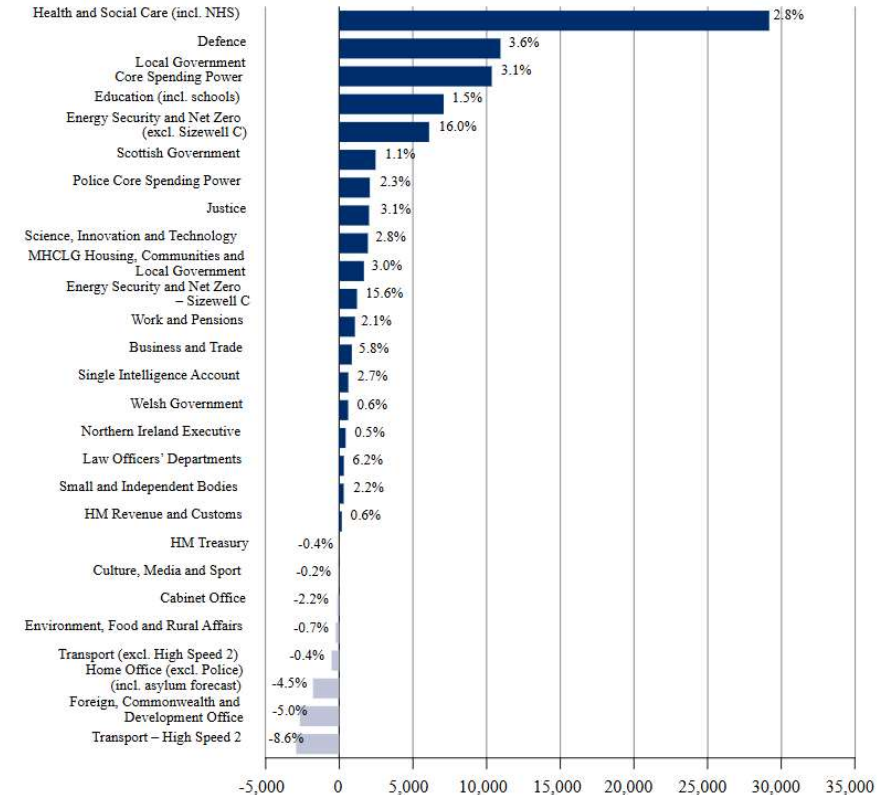
- 都市開発：大都市圏に156億ポンド（2031年度まで）。
- 住宅政策：社会・手頃な価格の住宅建設に390億ポンド（今後10年間）。
- 交通インフラ：ノーザン・パワーハウス・レール、イースト・ウェスト・レール、ミッドランド鉄道ハブなどに投資。地方交通助成金は4倍に増額。
- 研究・開発：年間226億ポンド（2029年度まで）。
- AI分野に20億ポンド。
- 若者のスキル訓練：年間最大12億ポンド。

4. エネルギー・環境

- 原子力発電：総額300億ポンド。
- CCUS（二酸化炭素回収・貯留）：94億ポンド。
- 住宅の断熱改修：「ウォーム・ホームズ」計画に132億ポンド。
- 水素プロジェクト：2026年第1四半期に契約締結を目指す。

分野別の日常支出の年間の実質変化率

Chart 5.5: Real terms increase in total DEL between 2023-24 and 2028-29 (£ million, 2024-25 prices)(1), and average annual real growth rate (%) (2)



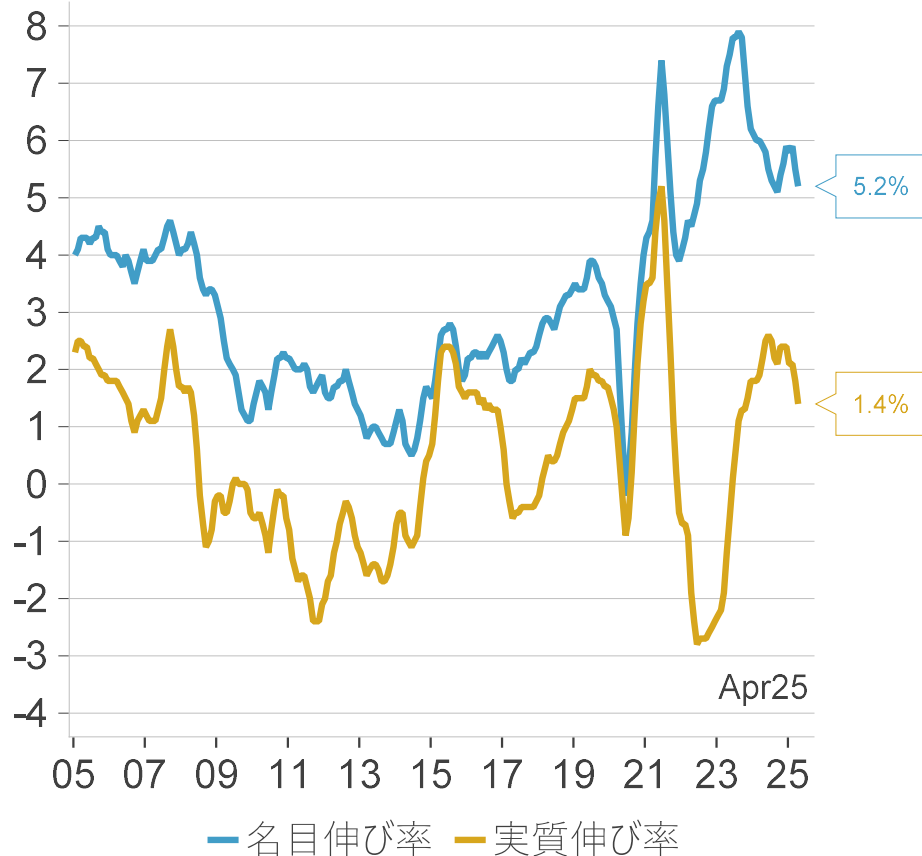
Source: Office for Budget Responsibility, HM Treasury calculations.

保険・公共サービス（NHSを含む）、安全保障を中心に、実質ベースで年平均2.3%の支出増に。公共支出は2兆ポンド超が見込まれている。

英国の給与取得者は5月に10万9000人減少。過去5年で最大の落ち込みに。（6月10日）

英国 週平均賃金（賞与を除く）3か月平均

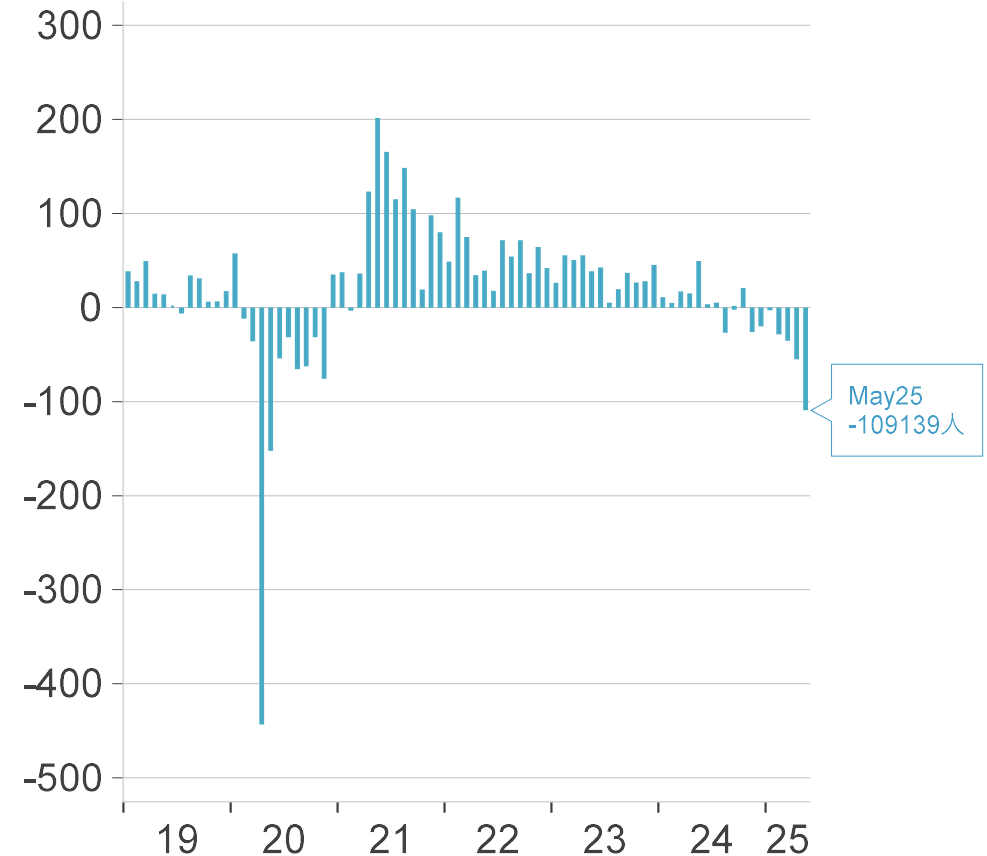
（前年比％）



（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）

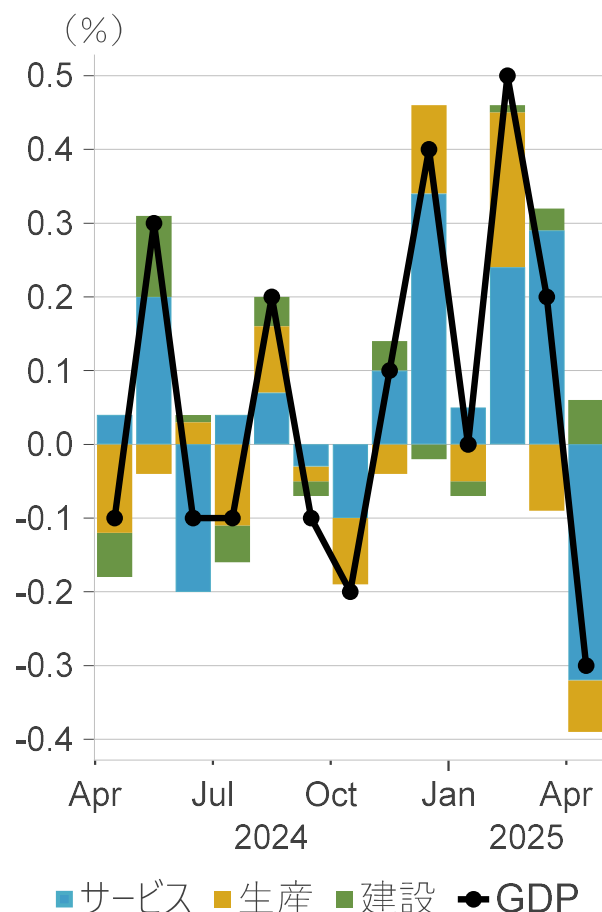


（出所：英国国家統計局（ONS）、マクロポンド、みずほ）

2025年2月～4月の3か月間の賃金上昇ペース（賞与を除く）も1月～3月の前年比+5.5%から同+5.2%へと大幅に鈍化し、労働市場の悪化が顕著となっている。リーズ財務相による企業の人件費負担の増加の影響を回避するために、企業が人員整理に動いている可能性。GDPの落ち込みとあわせ、イングランド銀行（BOE）の利下げ織り込みを強める結果に。現状、年内あと2回の0.25%ポイントの利下げが完全に織り込まれている。

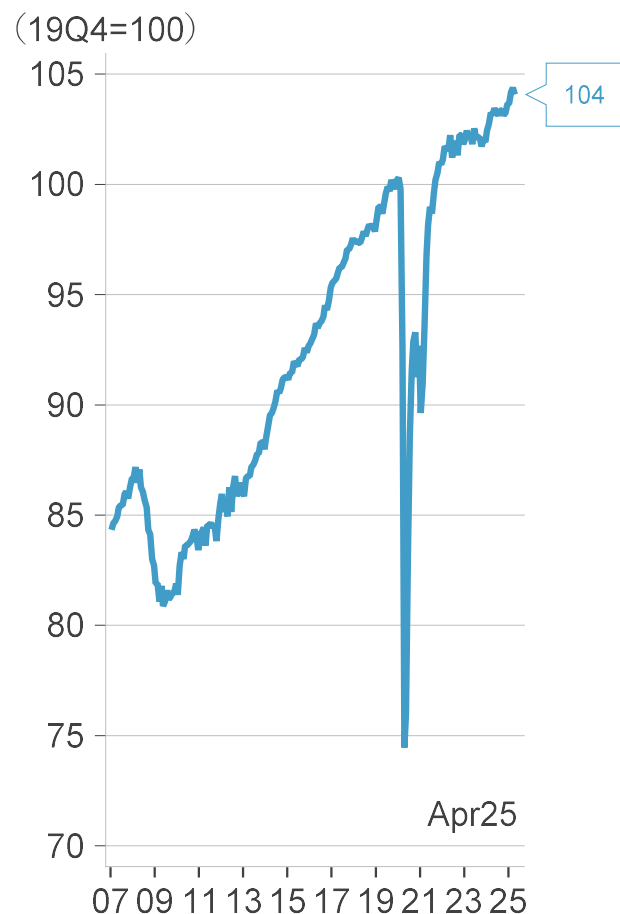
4月英国GDPは前月比▲0.3%減と1年半ぶりの大幅な落ち込みに（6月12日）

英国 月次GDP セクター別寄与度



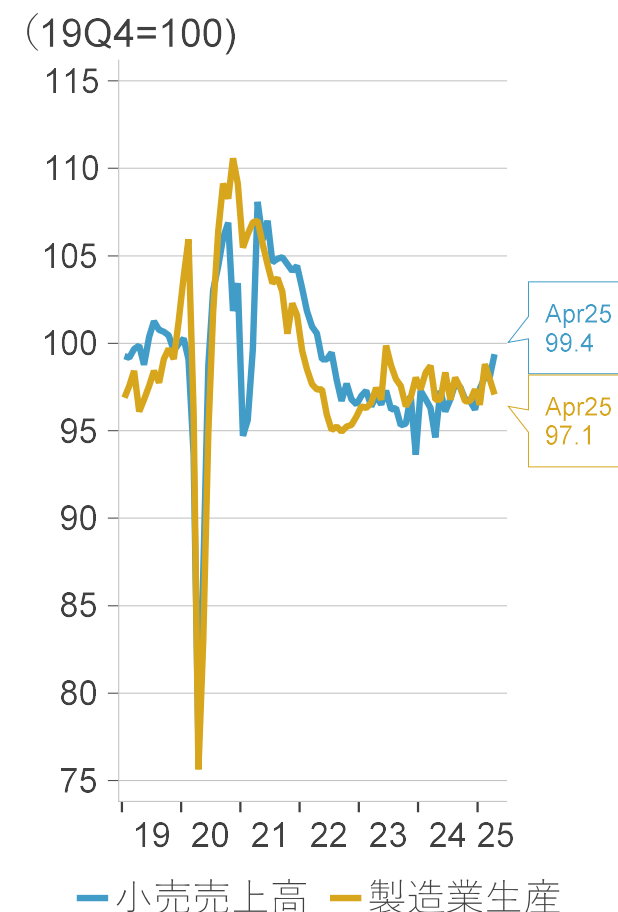
(出所：ONS、マクロボンド、みずほ)

2019年末を100とした推移



(出所：ONS、マクロボンド、みずほ)

小売売上高・製造業生産

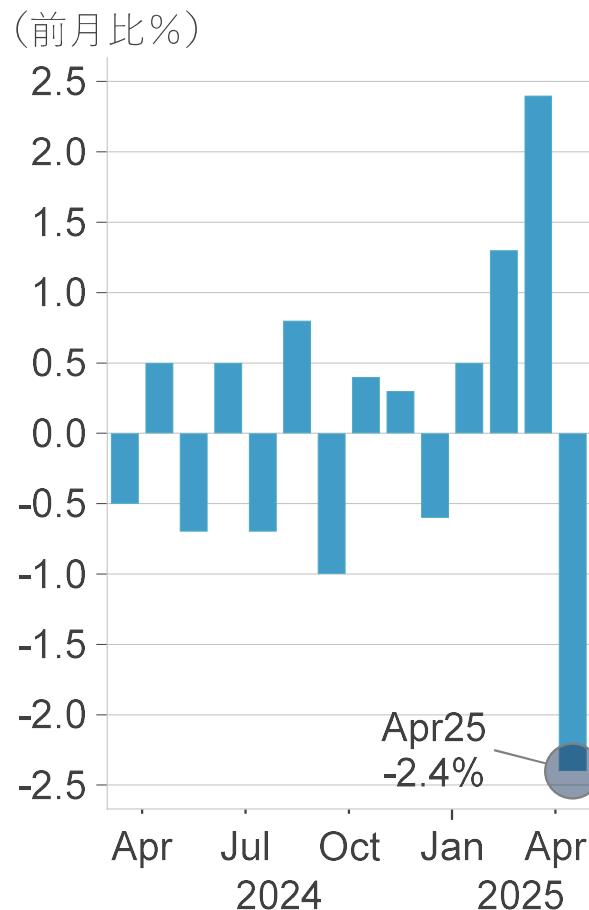


(出所：ONS、マクロボンド、みずほ)

2月から3月の経済活動が、4月の米国による相互関税発表前の駆け込みもあり堅調だったことの裏返しという側面もあると見られるが、雇用者負担の社会保険料負担増などの影響が出た可能性も否めない。成長鈍化が続けば、リーブス財務相が進める大規模な支出計画の実現に向けて必要な歳入の確保が難しくなり、秋の予算で追加的な増税措置を打ち出さなければならなくなるリスクを高める。

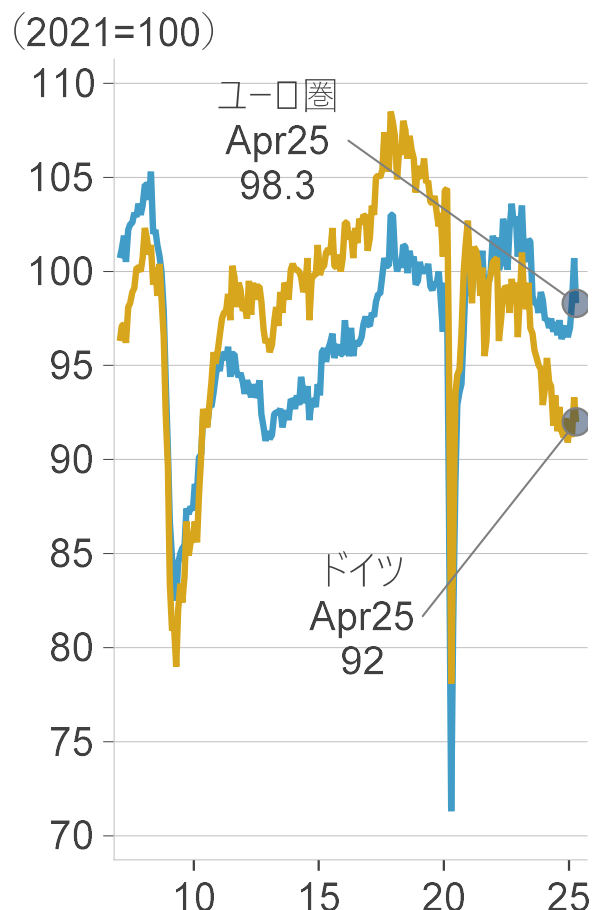
ユーロ圏の4月鉱工業生産は前月比▲2.4%減（6月13日）

鉱工業生産指数 前月比



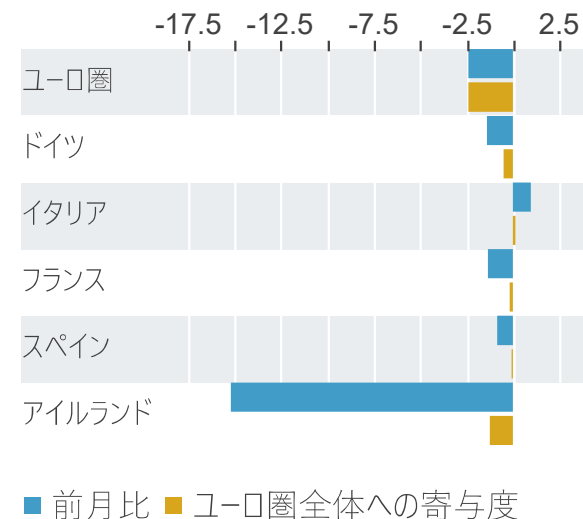
(出所：ユーロスタット、マクロボンド、みずほ)

鉱工業生産指数 季節調整済指数



(出所：ユーロスタット、ドイツ統計局、マクロボンド、みずほ)

各国鉱工業生産



(出所：ユーロスタット、各国統計、マクロボンド、みずほ)

3月の前月比+2.4%から反落した。米国の相互関税発表前の駆け込み需要の反落が主因と見られる。市場予想の同▲1.7%減を下回ったのは、アイルランドの大幅な落ち込みの影響が大きかったと見られる。

中東情勢の緊迫化を受け、エネルギー価格が急騰（6月13日）

オランダTTF（欧州天然ガス指標）翌月渡し先物価格

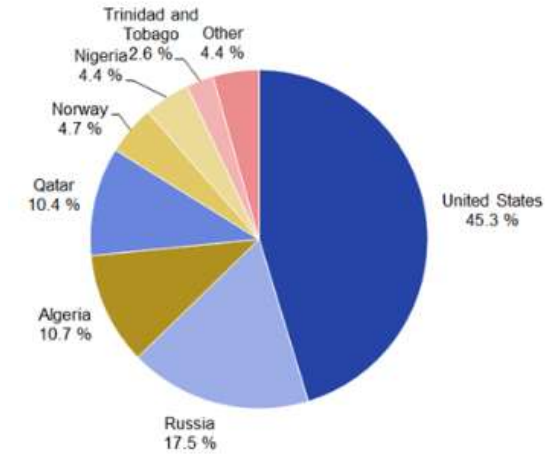
(EUR per mwh)



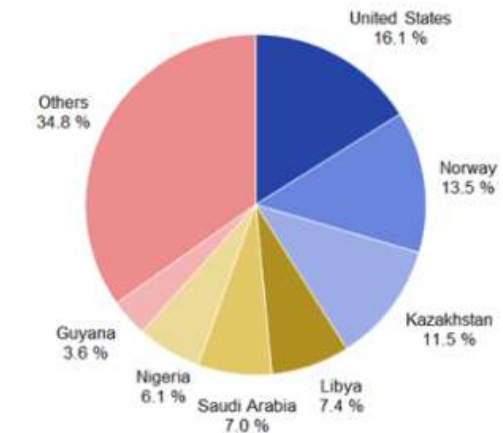
（出所：英LSEG、ブルームバーグ マクロポンド、みずほ）

EU27か国 エネルギー製品の輸入相手国（2024年）

LNG



原油



イスラエル軍が6月13日にイラン全土の複数施設を空爆し、イラン革命防衛隊の幹部や軍高官を殺害。イランは報復として、100機以上のドローンをイスラエルに向けて発射した。ブレント原油は一時、前日比10%を超える上昇。天然ガス価格も一時、7%近く押し上げられている。エネルギー価格の急騰は、国際収支の観点からはユーロにとっては下押し圧力に。

欧州G10通貨中期見通し（2025年5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	1.10	1.12
GBP/USD	1.35	1.35	1.35	1.36	1.37	1.39
USD/CHF	0.82	0.82	0.82	0.86	0.87	0.88
USD/NOK	10.1	10.4	10.4	10.6	10.4	10.1
USD/SEK	9.6	9.6	9.7	9.9	9.7	9.5
VS EUR						
EUR/GBP	0.84	0.84	0.83	0.80	0.80	0.81
EUR/CHF	0.94	0.93	0.92	0.94	0.96	0.98
EUR/NOK	11.51	11.7	11.6	11.5	11.4	11.3
EUR/SEK	10.87	10.9	10.9	10.8	10.7	10.6
VS JPY						
EUR/JPY	163.9	164	164	158	157	158
GBP/JPY	194.7	196	197	197	196	196
CHF/JPY	175.2	176	178	168	164	161
NOK/JPY	14.2	14.0	14.1	13.7	13.8	14.0
SEK/JPY	15.1	15.0	15.0	14.6	14.7	14.9
USD/JPY	144.4	145	146	145	143	141

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5月30日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2025年5月30日時点

英ポンド

堅調な経済統計や、4月CPIの上振れを受けて、イングランド銀行の利下げ期待が後退

・5月の英ポンドは対ドルで1%強の上昇となり、ユーロや日本円などの主要G10通貨を明確にアウトパフォームしている。2025年1-3月期の実質GDP成長率をはじめとする堅調な経済統計や、4月CPIの上振れを受けて、イングランド銀行の利下げ期待が後退した。また、英国が他国に先駆けて米トランプ政権と関税交渉で妥結したことも英国経済、ポンドにとって追加の好材料と言えるだろう。

イングランド銀行は5月8日に政策金利を4.25%に引き下げた。市場予想通りの利下げだった一方、票が割れ一部の委員が据え置きを主張したことや、漸進的な利下げペースを継続する旨の文言が維持されたこともあり、直後に英ポンドは対ドルで上昇した。その後、5月15日に発表された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%を上回る結果となったことや、21日発表の4月CPIが前年比+3.5%と3月の同+2.6%から加速したこと、23日発表の4月小売売上高が前月比+1.2%増と4か月連続で拡大したことなどもあり、BOEの利下げ期待は一段と縮小した。

一方、英国の経済指標は必ずしも強いものばかりではない。例えば、5月13日発表の賃金上昇率は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、BOEの利下げ加速にはつながらない見込みである。

BOEは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ており、BOEの金融政策の方向性は緩和継続だが、そのペースは緩やかなものとなろう。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ためだ。このように、英国の高金利は「悪い高金利」の側面も否めないが、それでも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、英ポンドが対円、対ユーロで緩やかに上昇する公算は大きいと見ている。

ユーロ

米国から欧州への資金ローテーションに伴いユーロ相場の底堅さは続く

・5月のユーロ相場は方向感に乏しい時間帯が続いた。ドルの信認喪失を受けた「敵失のユーロ高」は基本的に続いているが、関税騒動にある程度の目途がつく中、一方的な売買も控えられつつある。もっとも、中国や英国と折り合いをつける米国だが、EUに対しては手厳しい言動が続いており、当分落ち着きそうな雰囲気はない。トランプ政権を懐柔しようとする主要国と異なり、EUは正面から戦う姿勢を崩しておらず、直感的に両者の相性はかなり悪そうだ。域内の経済・金融情勢に目をやると、インフレ率は+2%近傍で安定しているが、当面の賃金鈍化を前提としてECBの利下げ路線は持続しそうである。4月以降のユーロ/ドル相場の騰勢は明らかに欧米金利差から正当化されないものであり、ドル強体制の瓦解を視野に入れた地合いと考えられる。予測期間中にそのシナリオが実現するとは思えないが、米国から欧州へのローテーションを指摘する声もあり、だとすれば、ユーロ相場の底堅さは予想せざるを得ない（これはドル/円の上値の重さにも繋がる）。毀損した米国への信頼が直ぐに復元する雰囲気もなく、利下げにもかかわらずユーロ/ドル相場の堅調は続きやすいだろう。

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5月30日発行）より抜粋。

スイスフラン

マイナス金利再導入の是非が焦点に

5月のスイスフラン相場は対ユーロでほぼ横ばいの動きに留まった。4月につけた対ユーロでの直近の高値(0.92219)からは約1.5%下落した水準にある。

4月は初旬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。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かったと見られる。相互関税の延期や、対中国での相互の関税引き下げの合意を受けて、こうした流れはいったん和らいだと思われるものの、トランプ政権の政策不確実性に対する懸念が根強いなかで、なおフラン買いが再開する観測は根強い。

こうした中、スイス国立銀行(SNB)のシュレーゲル総裁は、5月19日の講演で「マイナス金利を再導入する可能性は否定できない」と明言している。ただし、同時にマイナス金利は「望ましい政策ではない」とも述べた。

スイスは2014年から2022年までマイナス金利政策を実施していた。これはスイスフラン高の抑制および物価の安定が主な目的だったが、金融仲介機能への悪影響も意識されていた。

現在のスイスのCPIは前年比+0.4%と低水準であり、SNBの目標レンジ(前年比0~2%)のレンジ下限にある。4月に進んだフラン高を考慮すれば、インフレ率の伸びがマイナスに陥る蓋然性は高い。トランプ政権との関税交渉に影響を及ぼす懸念からフラン売り介入という選択肢も取りづらい中で、SNBにとってフラン高抑制は一段と困難な課題になりつつあるように見られる。

ノルウェークローネ

ノルウェー中央銀行は引き締め的な金融政策を維持する方針を示す

5月のノルウェークローネは4月中旬以降の対ドル、対ユーロでの持ち直しの動きが継続している。クローネの持ち直しを受けてもなお、ノルウェー中央銀行の利下げ期待が持ち直す兆しは見えない。5月8日に同中銀は政策金利を4.5%に据え置いたうえで、声明文において「インフレ率はピーク時から大きく低下したものの、依然として目標の2%を上回っているため、インフレを適切な期間内に目標水準まで引き下げるには、引き締め的な金融政策を維持する必要がある」と説明していた。

経済指標も景気の堅調な推移を示している。5月15日に発表されたノルウェーの実質GDPは2025年1-3月期に前期比+1.0%と回復し、2022年4-6月期以来の大幅な伸びとなった。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。

原油価格の軟調さはクローネの上値を抑える要因となろうが、堅調な経済とノルウェーの金利の高止まり観測が、クローネを支える要因になると見られる。

スウェーデンクローナ

1-3月期の実質GDPの落ち込みもあり、リクスバンクの6月会合での利下げ期待が高まる

5月のスウェーデンクローナは対ドル、対ユーロで底堅い推移が続いている。クローナは5月末時点でG10通貨の中で最も堅調なパフォーマンスを示している。要因として意識されているのが、欧州各国の防衛力強化の動きである。スウェーデンは高い武器製造能力を持ち、防衛関連輸出がGDP比で主要国の中でも最大級となっている。

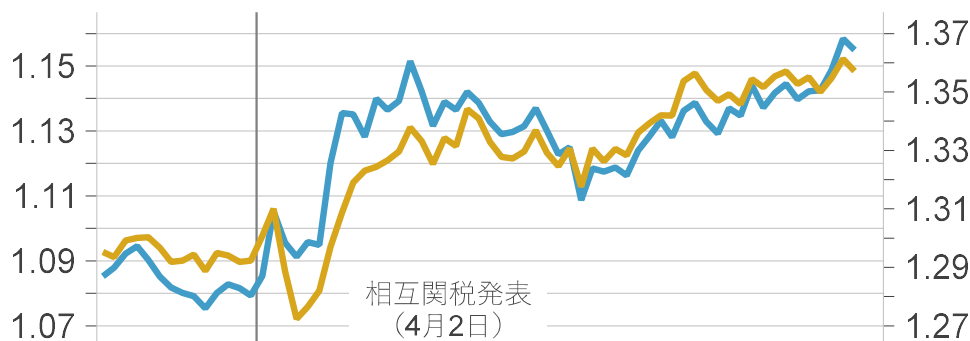
一方、クローナのこれまでの堅調な推移や、1-3月期の実質GDPの落ち込みもあり、リクスバンクの6月会合での利下げ期待が高まっていることは、クローナの上値を抑える要因となろう。5月30日に発表されたスウェーデンの1-3月期実質GDP成長率は前期比▲0.2%の落ち込みとなった。市場予想(0.1%増)やリクスバンクが3月に発表した見通し(0.5%増)を下回った。家計支出や投資といった内需が落ち込み、辛うじて輸出の堅調さに支えられた格好となっている。

マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

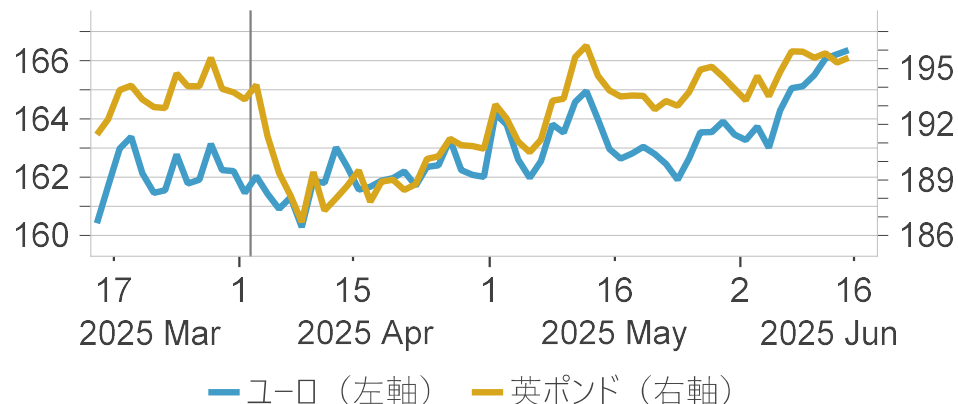
マーケットデータ① 為替市場

ユーロ、ポンドの対ドル、対円レート

【対ドルレート】

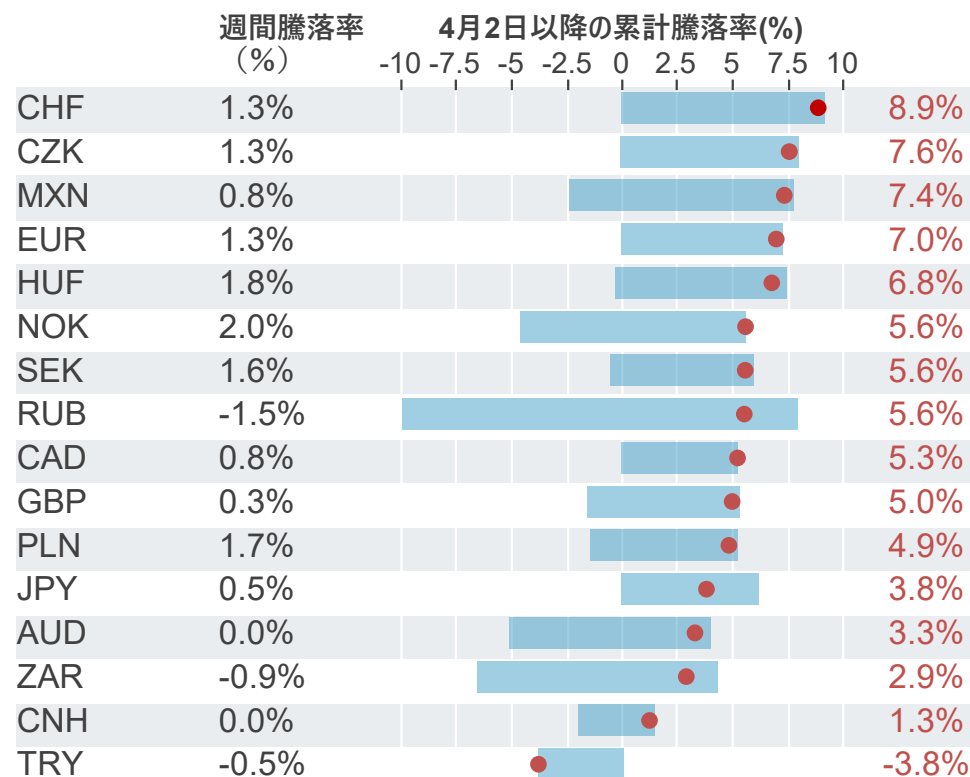


【対円レート】



Data as of 13 June 2025
(出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ)

4月2日の相互関税発表後の各通貨の対ドルパフォーマンス



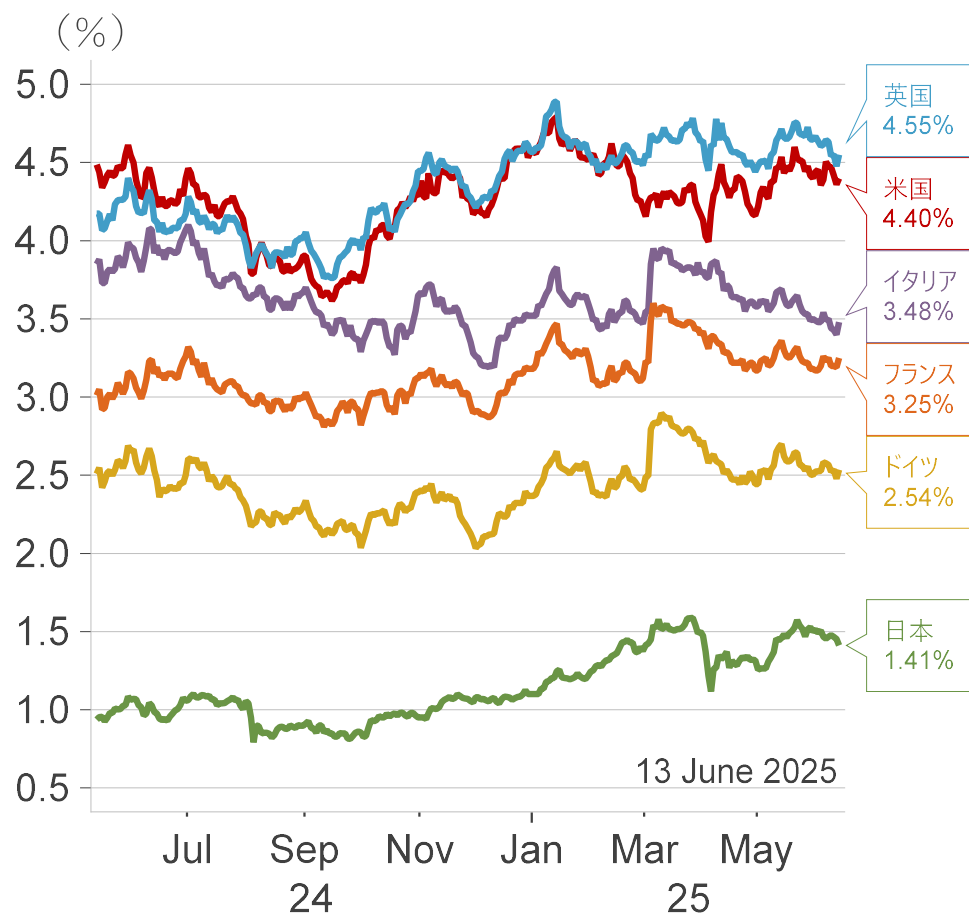
■ 4月2日以降の騰落率のレンジ ● 13 June 2025

(出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ)

6月11日公表の米5月CPIが市場予想を下回ったことをうけて、FRBの9月利下げ観測が強まりドル売りに。その後、13日の金曜日にイスラエルによるイランの攻撃を受けて、安全資産需要が高まりドルは反発している。

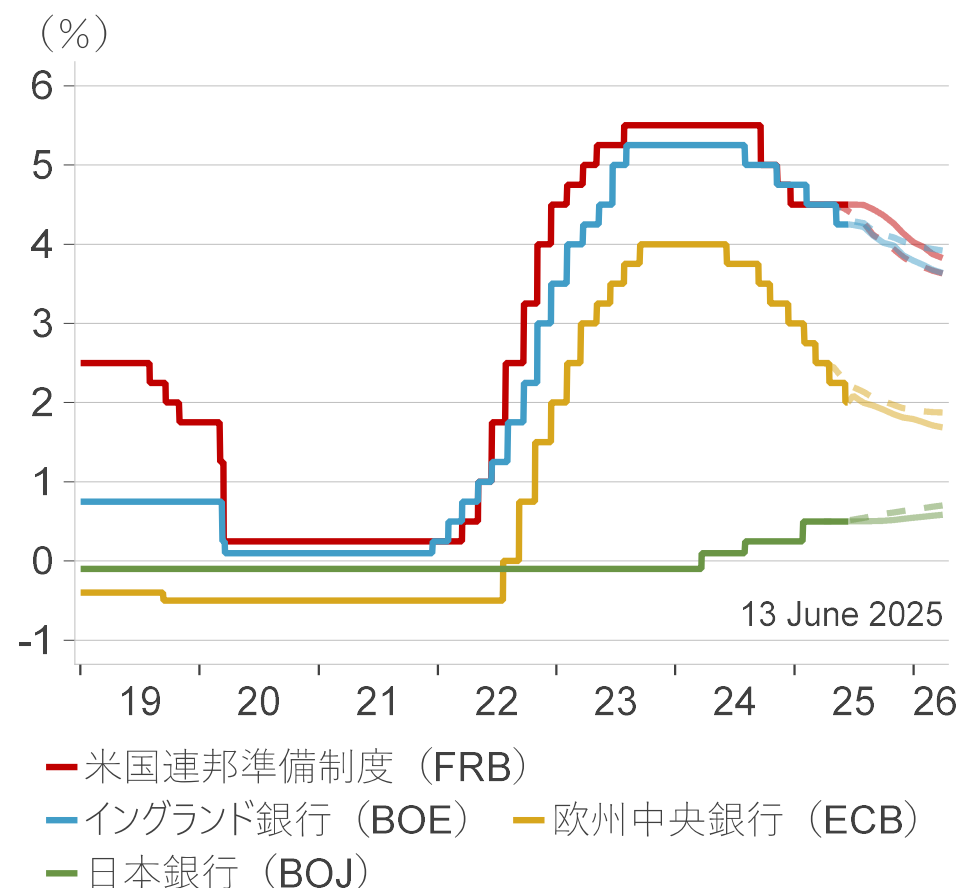
マーケットデータ② 10年国債利回り、各国政策金利

10年国債利回り



(出所：マクロボンド、みずほ)

主要中央銀行 政策金利

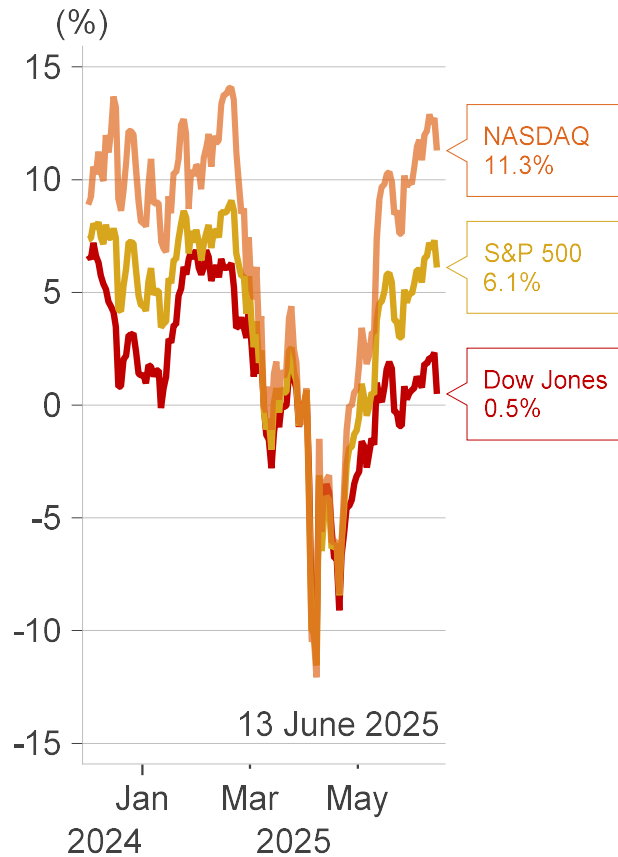


注：点線は2025年4月1日時点の市場の織り込み。
(出所：フルームバーグ、マクロボンド、みずほ)

米国債利回りは下落。6月11日公表の米5月CPIが市場予想を下回ったことをうけて、FRBの9月利下げ観測が強まったことや、米30年債入札の堅調さが支えに。13日の金曜日にイスラエルによるイランの攻撃を受けて、安全資産需要が高まったことも金利低下圧力につながった。

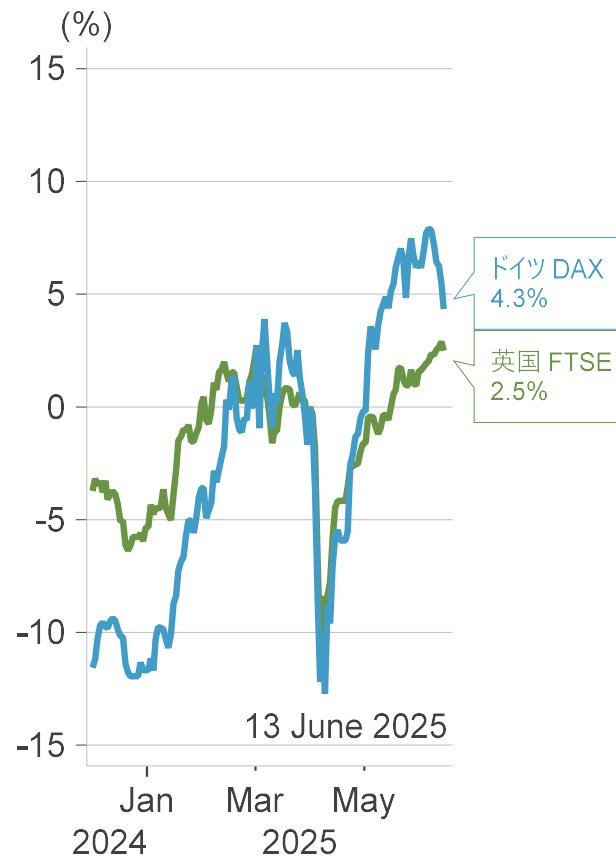
マーケットデータ③ 株式市場

米国



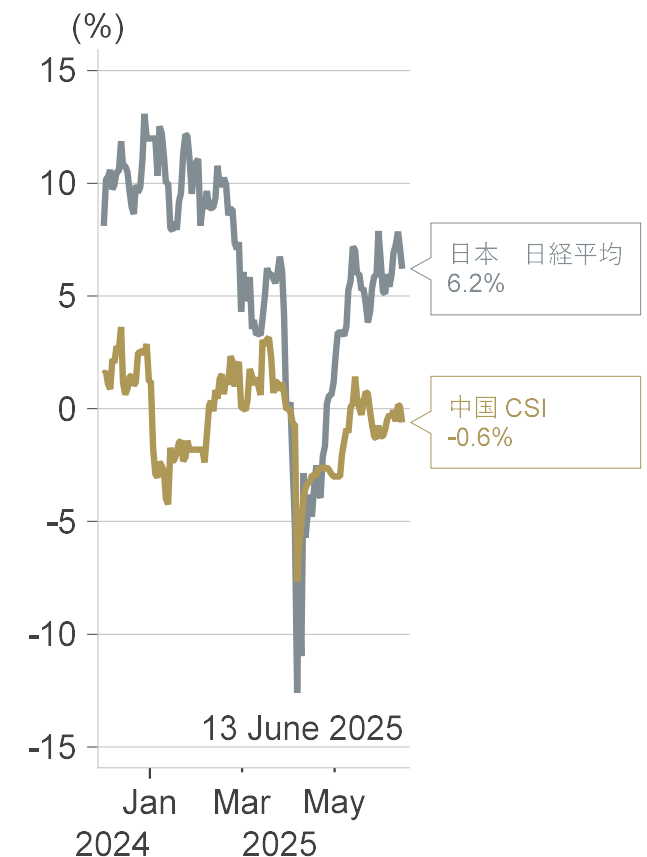
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

欧州



注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

日本、中国



注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

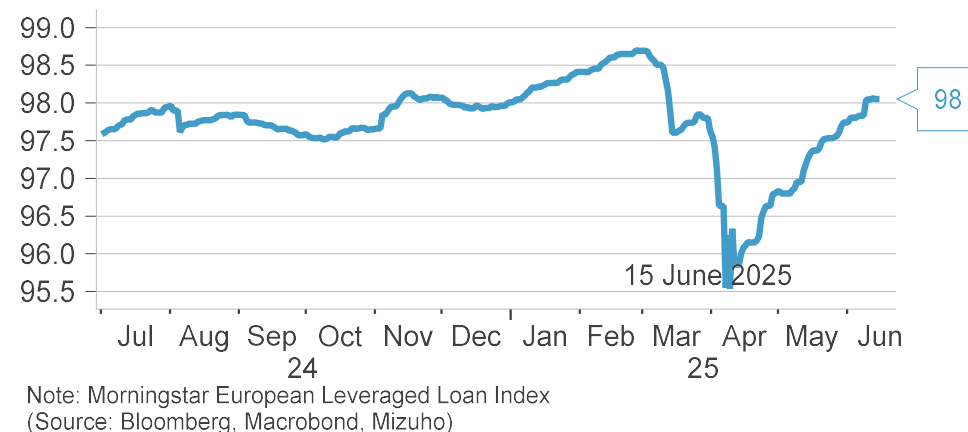
株価はイスラエルによるイランの攻撃と、その後のイランによる報復攻撃を受けて下落。特にこれまでの上昇が目立っていたドイツ株の下げが大きくなった。

マーケットデータ④ クレジット市場

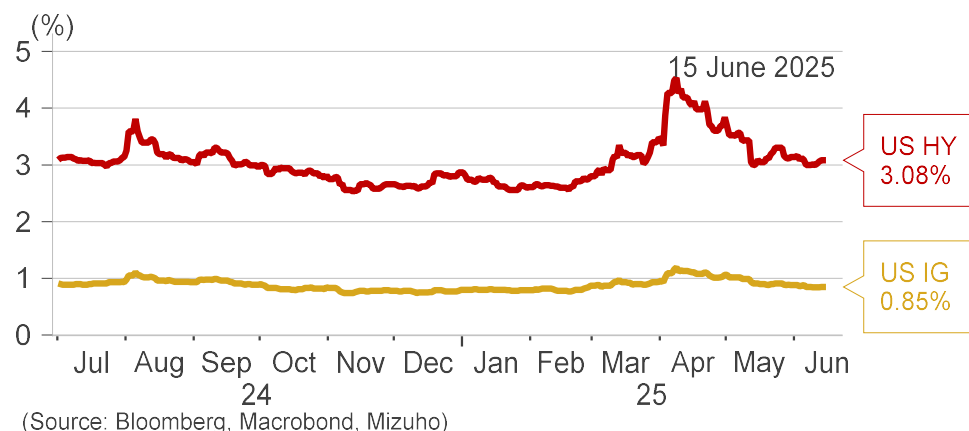
欧州 クレジットスプレッド



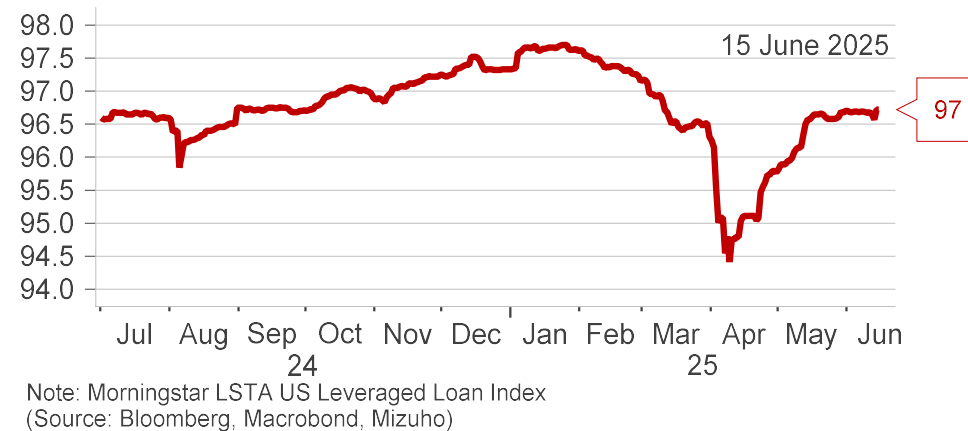
欧州 レバレッジドローン



米国 クレジットスプレッド



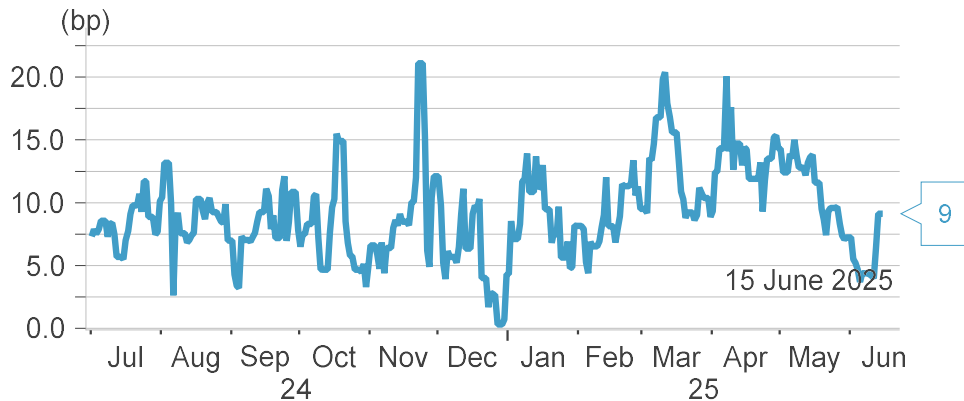
米国 レバレッジドローン



13日の金曜日に発生したイスラエルによるイランの攻撃と、その後のイランによる報復攻撃を受けて、クレジットスプレッドはややワイド化している。

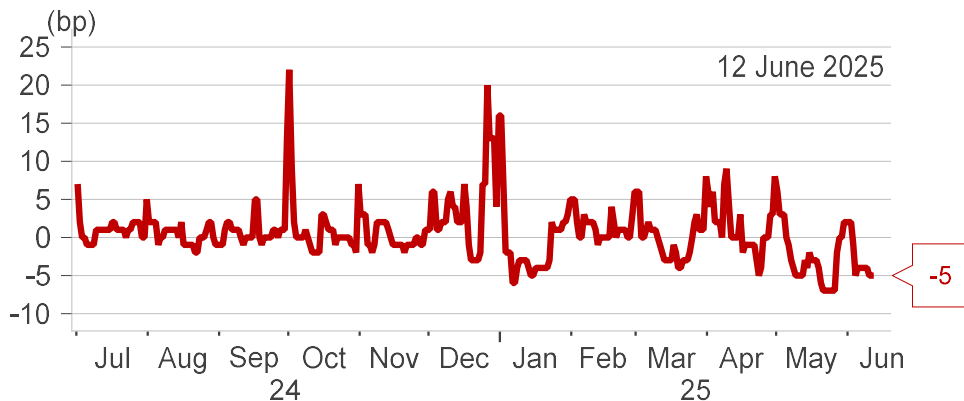
マーケットデータ⑤ 流動性、ドル調達環境

欧州 Euribor-OIS



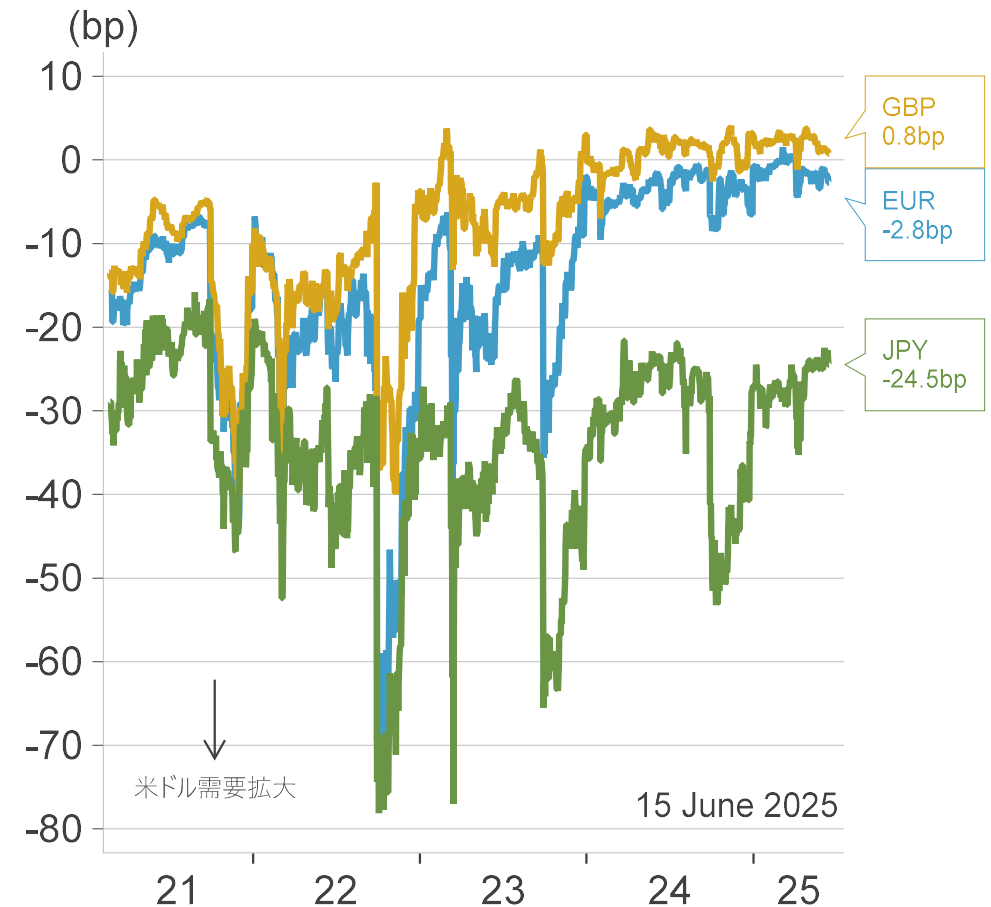
(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

米国 SOFR-OIS



(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

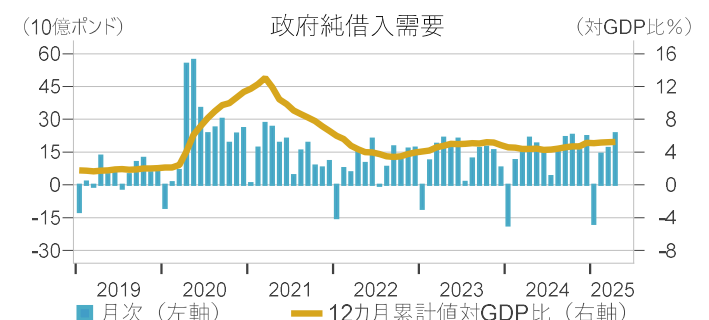
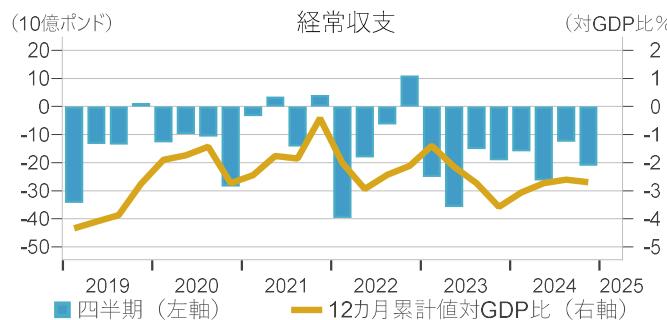
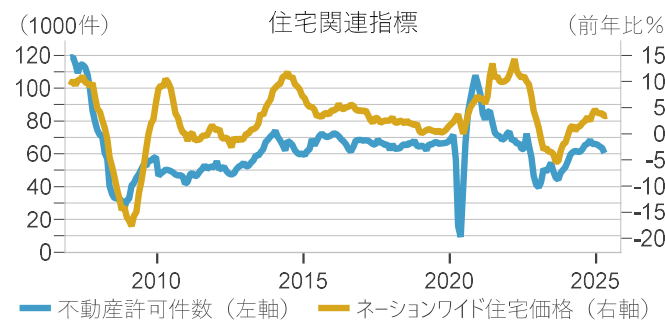
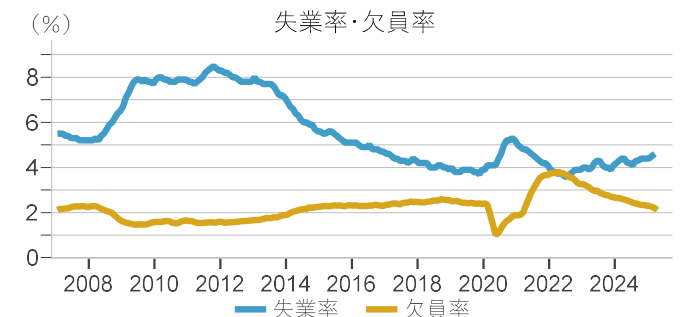
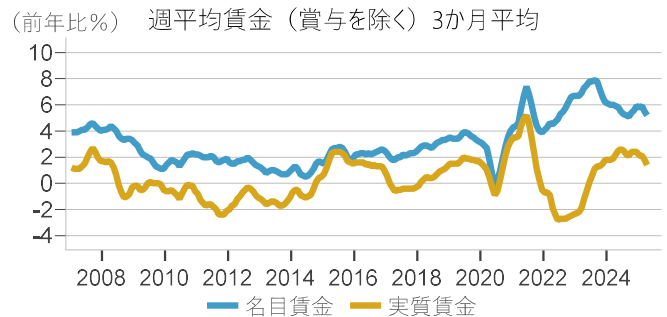
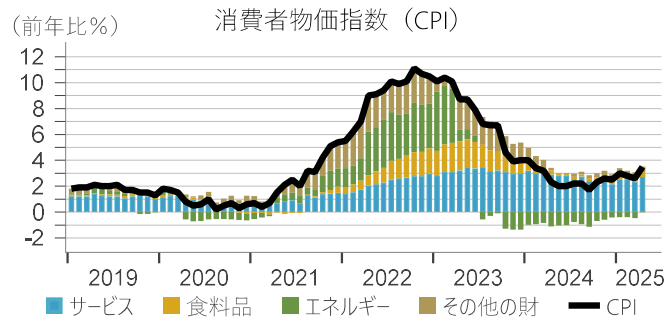
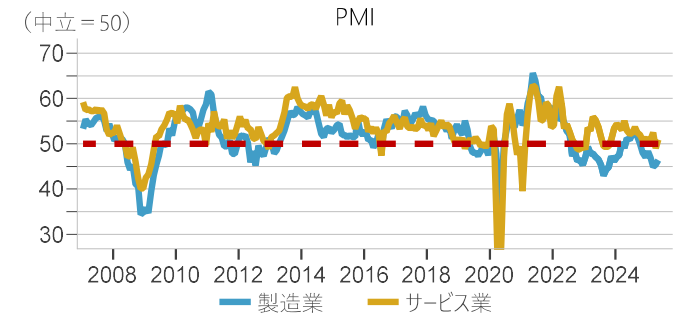
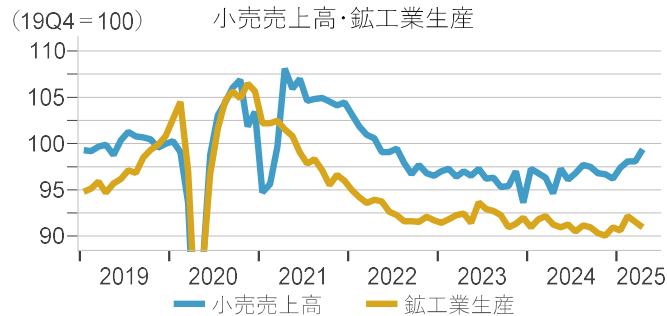
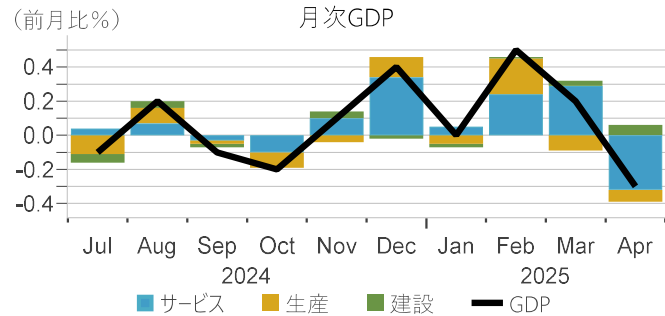
ユーロ、英ポンド、日本円 対ドル3か月ベースス



(出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ)

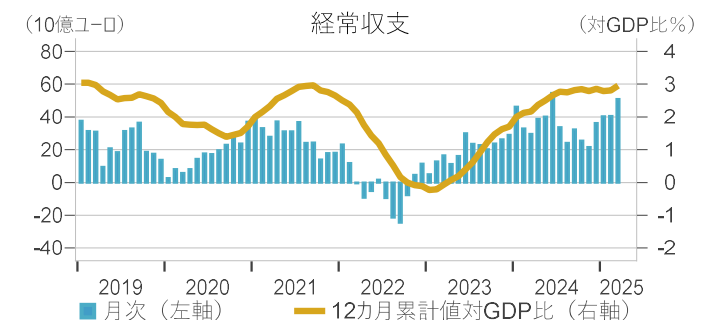
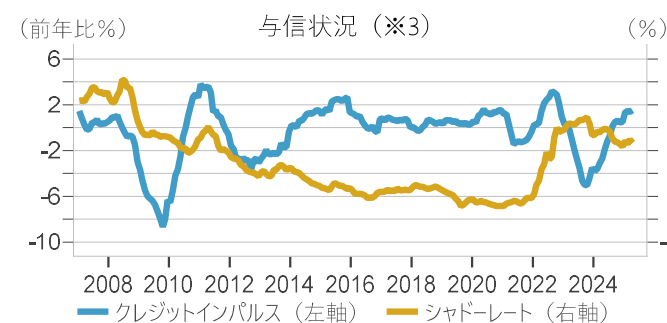
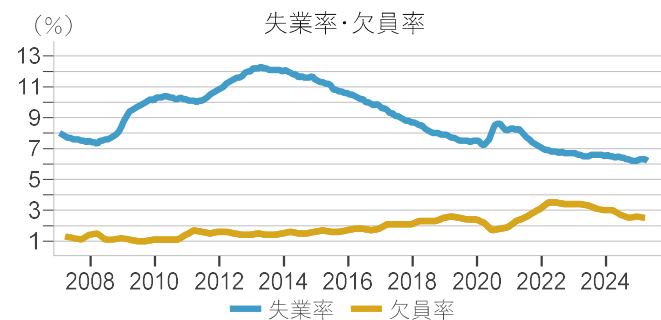
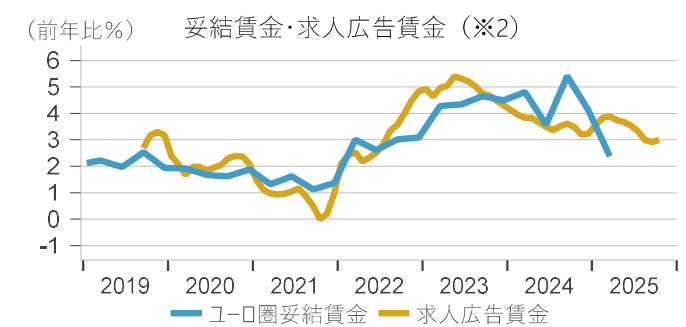
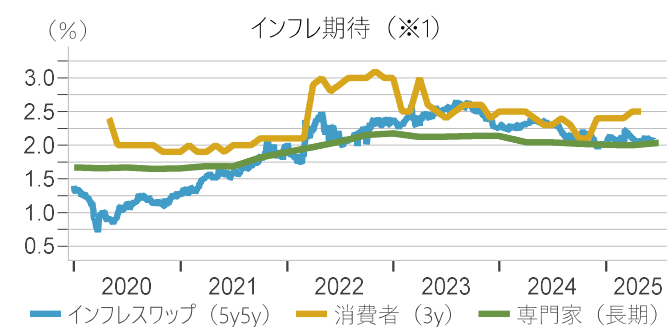
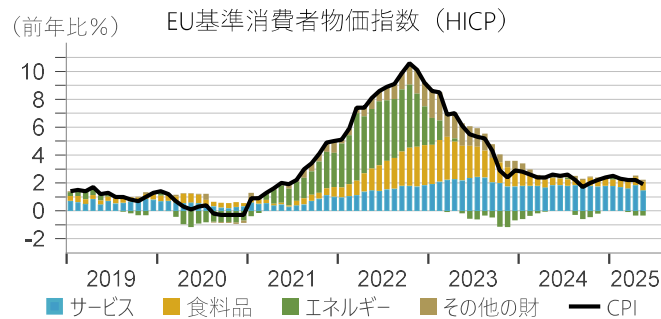
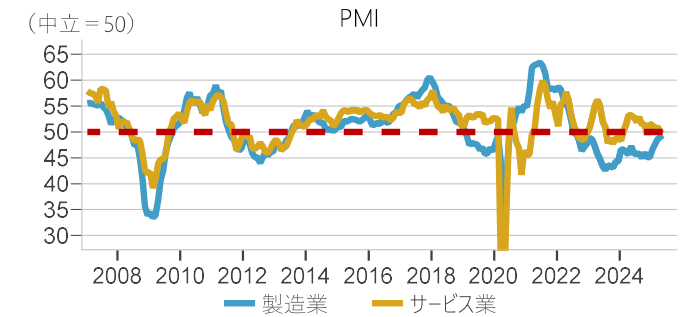
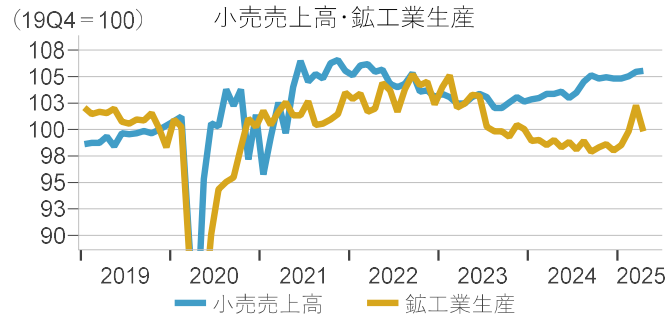
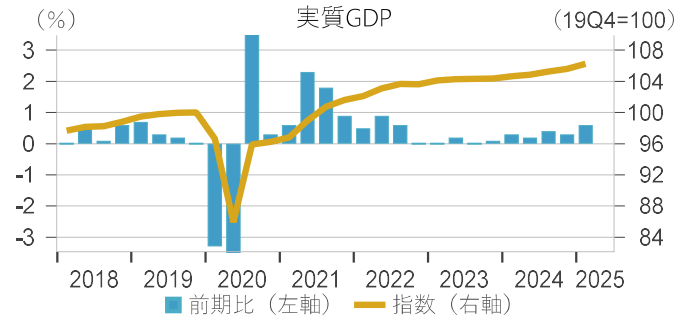
これまでのところ、流動性やドル調達環境には目立った異常が見られないものの、中東情勢の緊迫化を受けたエネルギー価格の高騰が続けば、安全資産需要からドル買いにつながりやすく、ベーススのマイナス幅拡大につながる可能性がある点には留意が必要となる。

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)

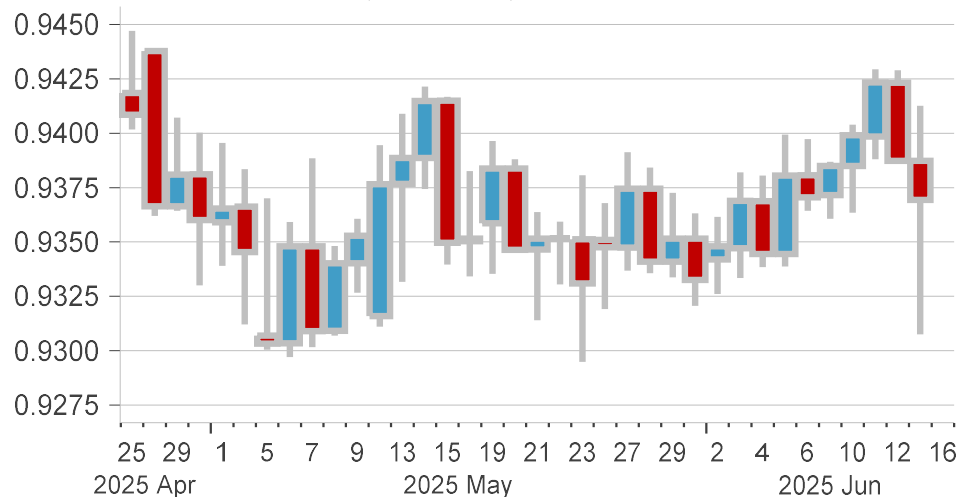
ユーロ圏 主要経済指標



※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

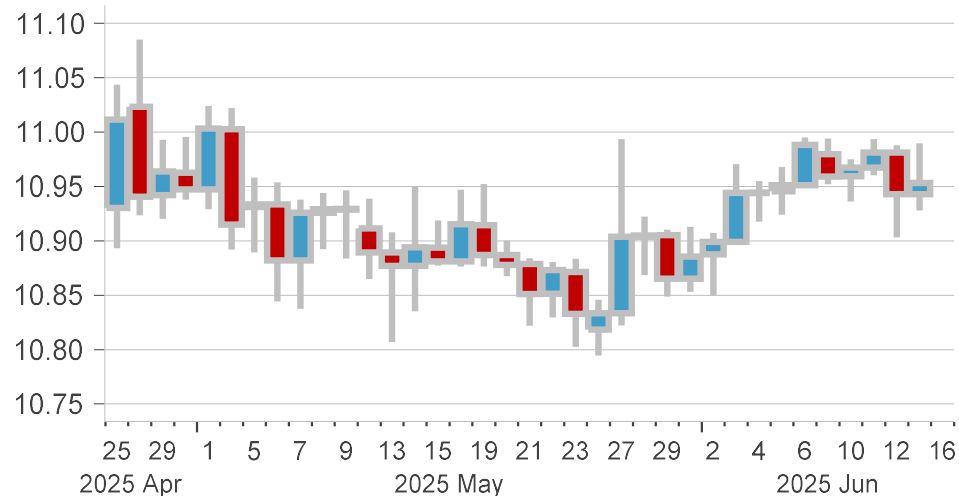
スイスフラン対ユーロ相場 (EURCHF)



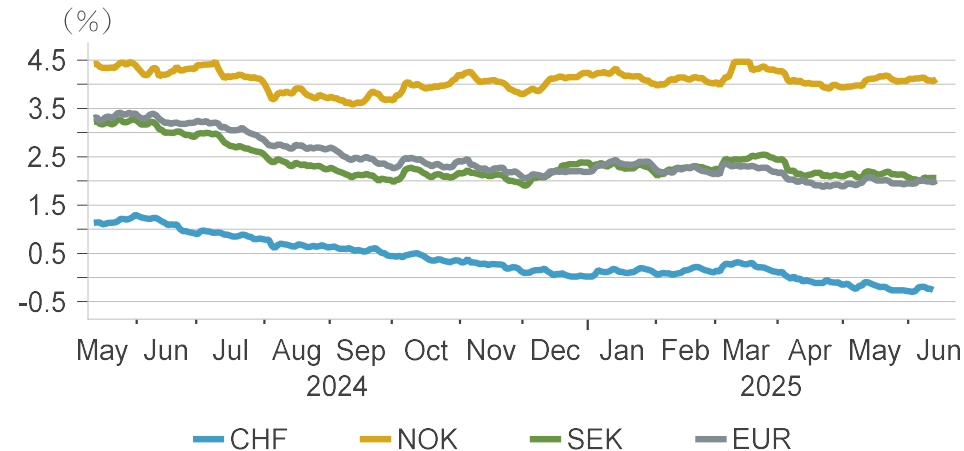
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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.