

欧州G10通貨週報

2025年9月22日

みずほ銀行/みずほインターナショナル
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 経済	英国の8月CPI は前年同月比+3.8%と7月から横ばい、1年半ぶりの高水準が継続。オアシス復活公演の影響も。（9月17日）	自動車燃料やレストラン・ホテル台の価格上昇が目立つ。ロックバンド・オアシスの復活公演が影響した可能性。さらに、インフレ期待に重大な影響を及ぼしかねない食料品価格の高騰が継続していることは、イングランド銀行（BOE）にとって重大な懸念材料となる。8月CPIの結果は、早期のBOEの追加利下げは困難という市場の織り込みを追認する内容。
英国 金融政策	イングランド銀行 は市場予想通り政策金利を4.0%に据え置き。QT（量的引き締め）は従来の年間1,000億ポンドから700億ポンドにペースを減速。（9月18日）	政策金利の据え置き、QTの金額ともに市場予想通りの結果。ポンドや英債券市場の反応は限定的となった。ベイリー総裁は「利下げはまだ終わっていない」と発言し、今後の金融緩和再開の可能性を示唆したが、利下げのタイミングやペースに慎重な姿勢を崩さなかった。
ドイツ 経済	ドイツの9月ZEW景気期待指数 は37.3と前月の34.7から持ち直す。（9月16日）	一方で、現況指数はマイナス76.4と、前月のマイナス68.6からさらに悪化し、現状の経済環境は依然として厳しい状況が続いている。ZEWのバンバッハ所長は「金融市場の専門家は慎重ながらも楽観的だが、米国の関税政策やドイツの『改革の秋』を巡る不透明感など、依然としてリスクが残る」とコメントしている。

注：赤字は後続スライド参照。

直近の主な動き一覧（2/4）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
ドイツ 経済	ドイツ政府は2025年10～12月期の借り入れ計画を、当初の約750億ユーロから905億ユーロへと約20%増額。（9月18日）	2四半期連続の増額となった。これは、ロシアのウクライナ侵攻を受けた防衛費の急増や、老朽化した鉄道・道路などインフラの改修に対応するためで、2025年通年の新規純借入額は1430億ユーロ、2026年には1750億ユーロに達する見通し。財政規律を重視してきたドイツが、憲法改正を経て大規模な財政出動に動きつつある。ドイツ国債利回りにはやや上昇圧力がかかっている。
ドイツ 政治	ドイツ西部ノ르트ライン・ウェストファーレン州の地方選で極右政党「ドイツのための選択肢」(AfD)が躍進。（9月14日）	得票率を前回の約3倍となる14.5%まで伸ばし、州内で第3党に躍進した。ノ르트ライン・ウェストファーレン州は、ドイツ最大の人口（約1,800万人）と経済規模を誇る西部の州であり、州都デュッセルドルフをはじめケルンやドルトムントなど大都市が集中し、重工業から先端産業まで多様な産業が集積している。今回の地方選は、比較的AfDが弱いとされてきた旧西ドイツの主要州でも同党への支持が拡大していることを示す結果に。
イタリア 経済	大手格付会社Fitchがイタリアの格付けを「BBB」から「BBB+」に引き上げ。（9月19日） ※日本では無登録格付け	メローニ政権による財政赤字削減の取り組みを評価。雇用と賃金の増加による税収増、法人税収の堅調な伸び、税務コンプライアンスの向上などが財政改善に寄与していると評価。かつて政権交代が頻発していたイタリアだが、メローニ政権下では安定した政治環境が維持されている。2021年以来の格上げであり、イタリア債券市場にとってポジティブな結果。

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
EU 外交	EU、イスラエルへの制裁提案 関税の優遇措置停止など。（9月17日）	ガザ情勢の悪化を受けてイスラエルへの制裁案を発表し、イスラエル製品への関税優遇措置の停止や一部閣僚への制裁拡大などを提案。ただし、ドイツは歴史的経緯などから反対しており、他にハンガリーなど東欧諸国の一部も消極的な姿勢を見せている。
ウクライナ 情勢	EU、ロシア産LNG禁止を1年前倒して2027年1月からと提案。（9月19日）	従来は2028年1月までの段階的廃止が予定されていたが、フォンデアライエン欧州委員長がトランプ米大統領と電話会談した後、前倒しが「優先事項」として浮上したと報じられている。制裁には「影の船団」と呼ばれる密輸目的のタンカー群への規制強化やロシアおよび中央アジアの銀行、中国の製油所などへの制裁拡大が含まれる。2024年時点でEU27か国のLNG輸入に占めるロシア産のシェアは17.5%であり、フランスやスペイン、ベルギーといった国々の依存度が高い。1年前倒しになったとしてまだ先の話ではあるが、対応を迫られることに。
ウクライナ 情勢	ロシア戦闘機がエストニア領空を侵犯。（9月19日）	EU外相やNATOは「極めて危険な挑発」と強く非難し、エストニア政府もロシア大使を呼び出して抗議した。欧州首脳は10月にコペンハーゲンで集団的対応を協議する予定で、ロシアによる欧州諸国への圧力や挑発行為への警戒感が一段と高まっている。ロシア側は欧州有志国によるウクライナへの地上軍派遣や制裁強化に向けた動きをけん制する狙いがあるとみられる。

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
スイス 金融政策	スイス国立銀行(SNB)は9月25日に金融政策発表を控える。	SNBは既に政策金利を0%まで引き下げており、マイナス金利の再導入の是非が焦点に。CPIの伸びがやや高まりつつあることもあり今会合での導入は無いという見方がマーケットコンセンサスだが、リスクは残る。 フラン高や、中国における高級ブランドの売れ行き鈍化、米国による高関税の影響を受けて輸出が下押し圧力を受けるなかで景気の下支えの必要性をSNBが強調するようであれば、マイナス金利再導入に向けた期待が高まる公算。
ノルウェー 金融政策	ノルウェー中央銀行は政策金利を0.25%ポイント引き下げて4.00%に。(9月18日)	今年2度目となる利下げ。ただし、中銀は「インフレ抑制の取り組みはまだ終わっていない」として、今後の利下げは慎重かつ緩やかに進める方針を示した。利下げ発表直後はノルウェークローネが一時的に下落したが、慎重なガイダンスが示されたことでその後は持ち直している。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「米トランプ大統領の国賓訪問と『シリコンバレーのテーブルのパンくず』」

先週の英国の新聞紙上をもっともにぎわせた話題は、トランプ米大統領による2度目の国賓訪問でした。英国は5月に米国との関税交渉で最初に合意を勝ち取りましたが、その際に「切り札」となったのがスターマー首相が訪米時に持参したチャールズ国王によるトランプ大統領への招待状だったという経緯があります。

英国では反移民を掲げる「リフォームUK」などトランプ氏の主張に共鳴する勢力の存在感も大きいのですが、そこは多民族都市のロンドン、トランプ氏に対する大規模な抗議活動が行われました。ロンドン中心部では、数千人規模の反トランプ・デモが発生。主催は“Stop Trump Coalition”で、反人種差別や気候運動、ガザ停戦を求めるグループが合流しました。式典が行われたウィンザー城において、トランプ氏と少女売春の容疑がかけられ自殺したエプスタイン氏の映像を城壁に投影した4人が逮捕された件も大きく取り上げられています。イスラム教徒で初のロンドン市長となったサディック・カーン氏との因縁も再燃。訪問前にはカーン氏が英ガーディアン紙に「トランプ氏は極右政治をあおってきた」と寄稿、これに対しトランプ氏は帰路の機内で「国賓晩餐会からカーン氏を外させた」と語るなど、長年の対立関係を改めて印象づけるものとなりました。

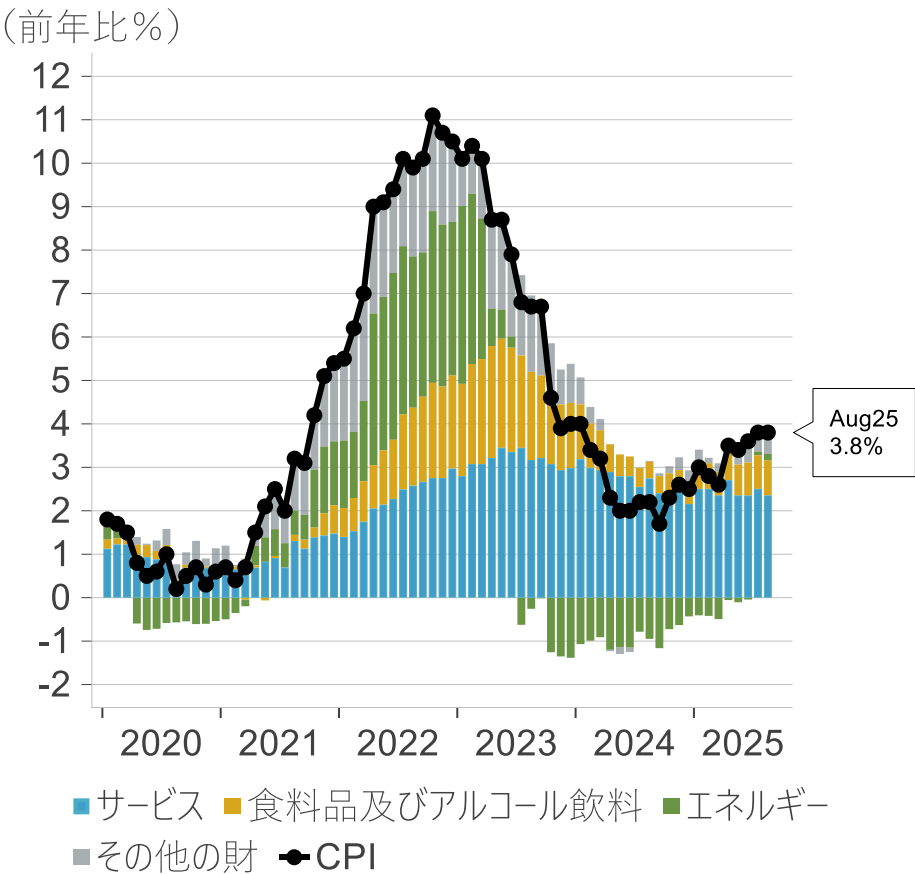
首相別荘「チェッカーズ」で行われたトランプ大統領とスターマー首相の共同記者会見では、BBCの記者から「英国はなぜトランプ氏の滞在中にパレスチナ国家承認を行わないのか」と厳しい質問が飛びました。張り詰めた空気となりましたが、トランプ氏はこれに怒りを見せず、「スターマー首相との数少ない相違点」と述べつつ、まずは人質解放と戦闘停止を優先すると落ち着いた対応を見せました。スターマー氏は、承認は和平パッケージ全体の一部であり、トランプ氏の訪英日程とは関係ないと説明しました。スターマー氏は神経をすり減らしたのではないかと思います。概ねうまくやり切ったとの評価が目立ちます。それにしても、英国の国営メディアは時の政権に容赦ないなあ、と感じました。

今回のトランプ氏訪問で、英国が何か利益を得られたのかに関しても検証が行われています。この点、英米はAI・量子・原子力分野での協力を定めた「技術繁栄協定」に署名し、トランプ氏とともにトップが訪英した米テック大手による投資発表が相次いだことは成果として挙げられます。マイクロソフトは2025～28年に300億ドルを投じ、うち150億ドルをAI・クラウド基盤に充当。グーグルは50億ポンドを投資し、ロンドン郊外のウォルサムクロスに新データセンターを開業、2026年までに英事業の95%をクリーン電力化すると発表しています。さらにエヌビディアはCoreWeaveやNscalesと連携し、12万基のGPUを導入、最大110億ポンドで「AIファクトリー」を構築すると発表しました。このほか、英米は小型モジュール炉（SMR）を含む12基の新型炉建設計画を発表、AIデータセンター向け電源確保を狙うとも報じられています。

ただし、英政府が喧伝する「1500億ポンド投資」の多くは既存計画や運営費を含み、実質的な新規投資は数十億ポンド規模にとどまるとの指摘もあります。英FT誌が評したように、米テック企業が行っている巨額投資との比較では、「シリコンバレーのテーブルのパンくず」に過ぎないのかもしれませんが。AI分野において世界レベルの大学、研究機関を擁する英国でも、米国と中国のテック企業が先導するデジタル覇権に食い込んでいくのは容易なことではないように感じます。

英国の8月CPIは前年同月比+3.8%と7月から横ばい、1年半ぶりの高水準が継続（9月17日）

英国 消費者物価指数（CPI）伸び率 要因分解



(出所：英国家統計局（ONS）、マクロボンド、みずほ)

英国 CPI伸び率 カテゴリー別

	ウェイト	May25	Jun25	Jul25	Aug25
総合	100.0	3.4	3.6	3.8	3.8
食料及び非アルコール飲料	11.3	4.4	4.5	4.9	5.1
アルコール飲料及びたばこ	3.9	5.4	6.4	5.7	5.9
被服及び履物	6.0	-0.3	0.5	0.3	0.2
住宅・住宅サービス	12.8	7.7	7.5	7.4	7.4
家具・家事用品	5.8	0.8	0.9	0.7	0.8
保険医療	2.8	4.5	4.4	3.5	3.4
交通	13.2	0.7	1.7	3.2	2.4
通信	2.4	4.5	4.9	6.1	6.1
娯楽	14.9	3.2	3.3	3.4	3.2
教育	3.2	7.5	7.5	7.5	7.5
レストラン・ホテル	13.7	2.8	2.6	3.4	3.8
その他財・サービス	10.0	2.8	2.7	2.2	2.3
【財・サービス分類】 財	49.9	2.0	2.4	2.7	2.8
食料・アルコール飲料・たばこ	15.1	4.7	5.0	5.1	5.3
エネルギー	6.2	-1.7	-0.7	1.4	2.5
【財・サービス分類】 サービス	50.1	4.7	4.7	5.0	4.7
コアCPI	78.7	3.5	3.7	3.8	3.6

注：コアCPIは食料、エネルギー、アルコール及びたばこを除いたもの。
(出所：英国家統計局（ONS）、マクロボンド、みずほ)

自動車燃料やレストラン・ホテル台の価格上昇が目立つ。ロックバンド・オアシスの復活公演が影響した可能性。さらに、インフレ期待に重大な影響を及ぼしかねない食料品価格の高騰が継続していることは、イングランド銀行（BOE）にとって重大な懸念材料となる。8月CPIの結果は、早期のBOEの追加利下げは困難という市場の織り込みを追認する内容。

イングランド銀行は市場予想通り政策金利を4.0%に据え置き。QT（量的引き締め）は従来の年間1,000億ポンドから700億ポンドにペースを減速。（9月18日）

9月18日のBOEの決定内容

(1) 政策金利：市場予想通り4.0%に据え置き。

据え置き7票、利下げ2票で決定。ディングラ委員とテイラー委員が0.25%の利下げを主張。

BOEは声明で、今後の利下げについて「段階的かつ慎重」に進めるとし、「中期的なインフレ圧力に対する上振れリスクは、依然として顕著だ」と指摘。

(2) QT（量的引き締め）：従来の年間1,000億ポンドから700億ポンドにペースを減速。

市場予想通りの結果。ただし、チーフエコノミストのヒュー・ピル委員とキャサリン・マン委員は異なる見解を述べている。

ピル氏：QTペースを年間1,000億ポンドで維持するよう主張。市場のボラティリティ懸念よりも、金融引き締めの継続性を重視。

マン氏：QTペースをさらに減速し、年間620億ポンドに縮小する案を提案。QTが市場機能に与える影響を強く懸念しており、より慎重なアプローチを求めた格好に。

BOE 英国債保有額

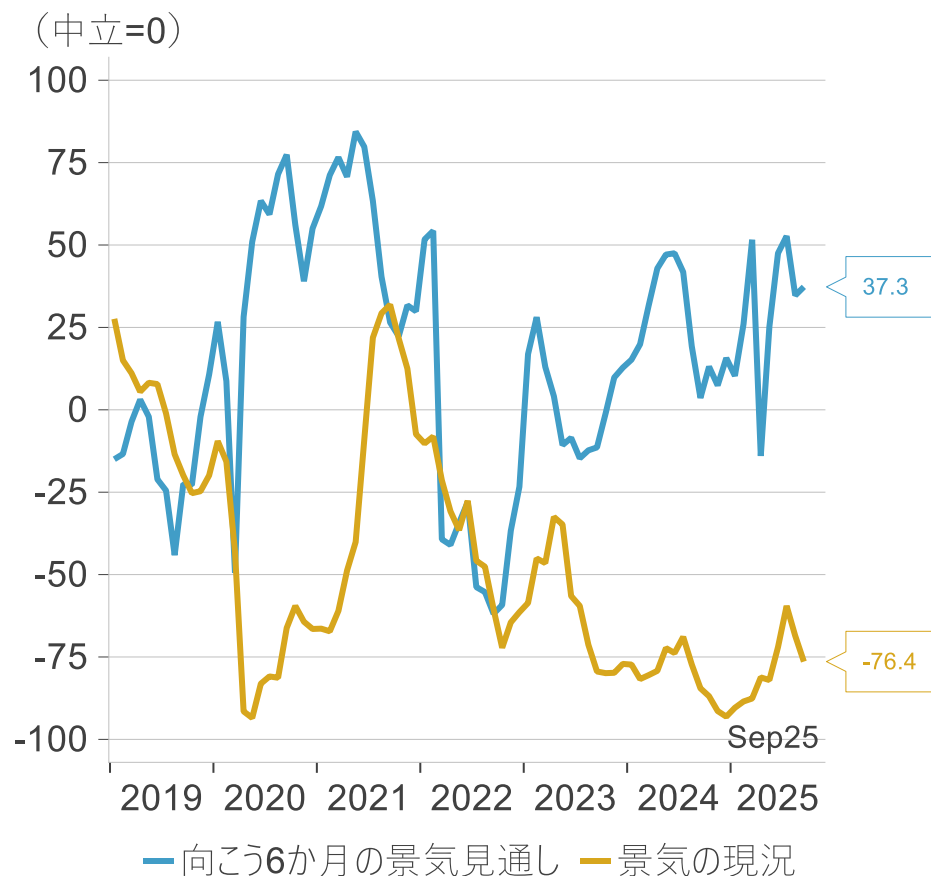


（出所：ONS、マクロポンド、みずほ）

政策金利の据え置き、QTの金額ともに市場予想通りの結果。バイリー総裁は「利下げはまだ終わっていない」と発言し、今後の金融緩和再開の可能性を示唆したが、利下げのタイミングやペースに慎重な姿勢を崩さなかった。

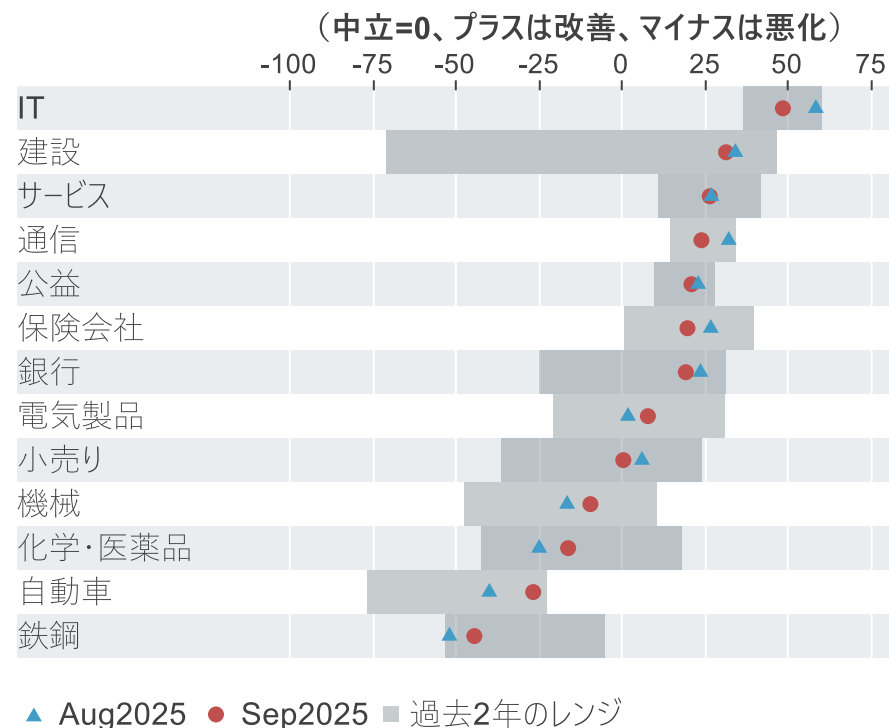
ドイツの9月ZEW景気期待指数は37.3と前月の34.7から持ち直す。(9月16日)

ZEW景気期待指数・現況指数



(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)

一方で、現況指数はマイナス76.4と、前月のマイナス68.6からさらに悪化し、現状の経済環境は依然として厳しい状況が続いている。ZEWのバンバッハ所長は「金融市場の専門家は慎重ながらも楽観的だが、米国の関税政策やドイツの『改革の秋』を巡る不透明感など、依然としてリスクが残る」とコメントしている。

欧州G10通貨中期見通し（2025年8月29日時点）

	Spot	2025 Sep	Dec	2026 Mar	Jun	Sep
VS USD						
EUR/USD	1.17	1.16	1.18	1.18	1.16	1.15
GBP/USD	1.35	1.35	1.37	1.37	1.38	1.38
USD/CHF	0.80	0.82	0.81	0.81	0.83	0.84
USD/NOK	10.1	10.1	9.8	9.7	9.8	9.8
USD/SEK	9.5	9.4	9.2	9.2	9.2	9.2
VS EUR						
EUR/GBP	0.87	0.86	0.86	0.86	0.84	0.83
EUR/CHF	0.94	0.95	0.95	0.96	0.96	0.97
EUR/NOK	11.74	11.7	11.6	11.5	11.4	11.3
EUR/SEK	11.06	10.9	10.9	10.8	10.7	10.6
VS JPY						
EUR/JPY	171.8	171	172	171	171	171
GBP/JPY	198.1	198	200	199	203	206
CHF/JPY	183.5	179	181	178	178	177
NOK/JPY	14.6	14.6	14.9	14.9	15.0	15.2
SEK/JPY	15.5	15.6	15.8	15.8	15.9	16.2
USD/JPY	147.2	147	146	145	147	149

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8月29日発行）より抜粋。

英ポンド

史上初のBOE「再投票」のタカ派サプライズ

8月の英ポンドは、7日のイングランド銀行(BOE)のタカ派サプライズを受けて一時的に反発する場面もあったが、1か月を通してみれば方向感に乏しい展開となった。BOEは政策金利を4.25%から4.00%へ25bp引き下げたが、初の「再投票」が行われた。初回投票では「据え置き」4票、「25bp利下げ」4票、「50bp利下げ」1票(テイラー)という分裂状態となり、テイラー氏が25bp案に切り替えることで最終的に5対4で利下げが決定された。事前予想では、利下げ支持が圧倒的と見られていたためにこの票割れは大きなタカ派的サプライズとなった。BOEの経済見通し改定もタカ派的な内容となった。2025年のGDP成長率は従来の1.0%から1.25%へと上方修正され、インフレ率(CPI)も2025年9月に4%でピークをつけるという見通しとなり、従来予測の3.7%から引き上げられた。さらに、2026年のCPIは2.0%から2.5%、2027年は1.75%から2.0%へと上方修正されており、インフレの目標達成がより遅れる見通しが示されている。声明文では、インフレ見通しのリスクが「5月時点よりやや上向き」とされ、従来の「二方向」からインフレ方向に傾いたと明記された。

BOEは景気減速懸念と、インフレ高止まりのリスクの間で微妙なかじ取りを迫られている。2025年4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%と市場予想及びBOE予想の同+0.1%を上回ったが、需要項目別データを見る限り押し上げはもっぱら政府支出増によるものであり、見た目ほどには強くない内容である。一方、7月CPIは前年同月比+3.8%と6月の同+3.6%から予想外の加速となった。食料及び非アルコール飲料の価格の伸びは前年比+4.9%と6月の同+4.5%から急加速。とりわけ牛肉は前年比+24%と急騰、コーヒーやバター、チョコレートといった生活必需品の価格上昇率も20%に近い。インフレ期待に非常に重大な影響を及ぼしかねない食料品価格の高騰は、BOEにとって重大な懸念材料となる。

このように、BOEの政策金利の高止まりは多分に「悪い」高金利の側面も強いが、それでも米FRBの利下げ再開が規定路線となりつつあるなかでは、ポンド相場にとって一定のサポート要因となる公算が大きい。

ユーロ

ECBとFRBの金融政策の方向性の乖離が、ユーロドル相場の支えに。グローバル資金のユーロ圏への流入の兆しも。

8月のユーロ相場は小幅に上昇した。端的には利下げ停止が既定路線となりつつあるECBと利下げ再開が既定路線となりつつあるFRBの差がそのままユーロドル相場に反映されている状況である。もっとも、各種経済統計を見る限り、域内の経済・金融情勢が盤石というわけではない。予測期間中、断続的にECBによる利下げ再開の必要性が意識され、ユーロ売りが強まる展開にも警戒を怠るべきではない。とはいえ、長期的には「ドル離れ」を念頭に置いた「グローバルな資金ローテーション」という壮大なテーマによってユーロ相場が支えられそうな雰囲気はある。関連統計を見る限り、「ユーロ圏→米国」の投資が巻き戻されていることに加え、「主要国→ユーロ圏」というユーロ圏にとっては新規資金も流入している可能性もある。ユーロ相場が底割れする展開まで想定する必要はないだろう。なお、外交面では米国をNATOやウクライナ戦争に関与させようという欧州外交が今のところ奏功しており、この種の材料を受けてユーロ相場が支えられている雰囲気もある。経済・金融情勢だけではなく、地政学リスクの読み方もユーロ相場の展望には重要な要素となる。。

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8月29日発行）より抜粋。

スイスフラン

SNBは9月にマイナス金利を再導入する最初の中央銀行となる可能性

- スイスフランは8月に振れ幅の大きい展開となった。8月1日にトランプ米大統領がスイスからの輸入品に対して39%という高関税を課すことを発表したことを受けて、月初から中旬にかけてフランは対ユーロで約1.5%下落、その後、月末にかけては下落率は0.7%前後まで縮小したが、高関税撤回に向けた打開策はなお描けていない。8月5日から6日にかけてケラーズター大統領が米国を訪問し、ルビオ国務長官らと交渉を行ったが、トランプ大統領との面会は実現せず、打開策は見いだせないまま帰国することとなった。スイスの対米輸出は全体の約12%程度にとどまり、時計や精密機器など代替の効かない高級品も多いため、米国の高関税によってスイスの巨額の貿易黒字が大幅に減少する可能性は限定的とみられるが、それでも米関税がスイス経済に対して重大なリスク要因であることには違いはないだろう。こうした中、SNBは9月25日に金融政策決定会合を控える。SNBは6月に政策金利を0%まで引き下げたが、経済を巡る不透明感を考慮すれば、マイナス金利再導入の可能性は高まっているとみられる。巨額の貿易黒字などフラン高のファンダメンタルズが根本的に変わったわけではないものの、当面はややフラン安方向に振れる可能性が高まっているとみられる。

ノルウェークローネ

ノルウェー中銀は年内利下げの方針を再度表明

- ノルウェークローネは8月に振れ幅の大きい展開となった。8月29日時点で月間の対ユーロ騰落率は+0.3%と3か月ぶりに反発する見通しだが、ノルウェー中央銀行による6月の予想外の利下げ開始後の失地分を取り戻す状況にはいたっていない。同中銀の金融緩和観測は、先行きもクローネの上値を抑えるものとなりそう。同中銀は14日、政策金利を4.25%で据え置く一方、年内の追加緩和方針を改めて示した。OIS市場では8月末時点で、9月会合での25bpの追加利下げが約8割の確率で織り込まれている。

スウェーデンクローナ

リクスバンクは年内追加利下げもありうると示唆も、市場は懐疑的に

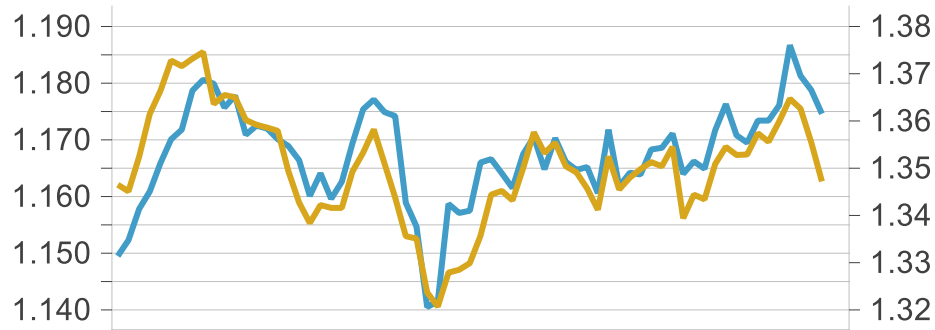
- スウェーデンクローナは8月に対ユーロで約1%反発し、G10通貨の中では最良のパフォーマンスとなった。背景にはスウェーデンの底堅い経済指標発表が続いていることを受けて、リクスバンク（中央銀行）の年内利下げの可能性への懐疑的な見方が広がりがつつあることが背景にあるだろう。リクスバンクは8月20日に政策金利を2.00%と中立金利で維持し、声明文では25年9～12月の間に追加利下げもあり得るとの姿勢を残したものの、市場では9月会合での追加利下げの可能性は50%を下回る水準まで低下している。

マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

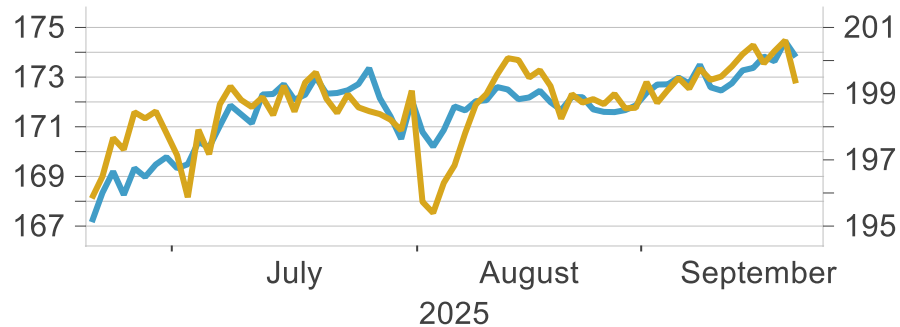
マーケットデータ① 為替市場

ユーロ、ポンドの対ドル、対円レート

【対ドルレート】



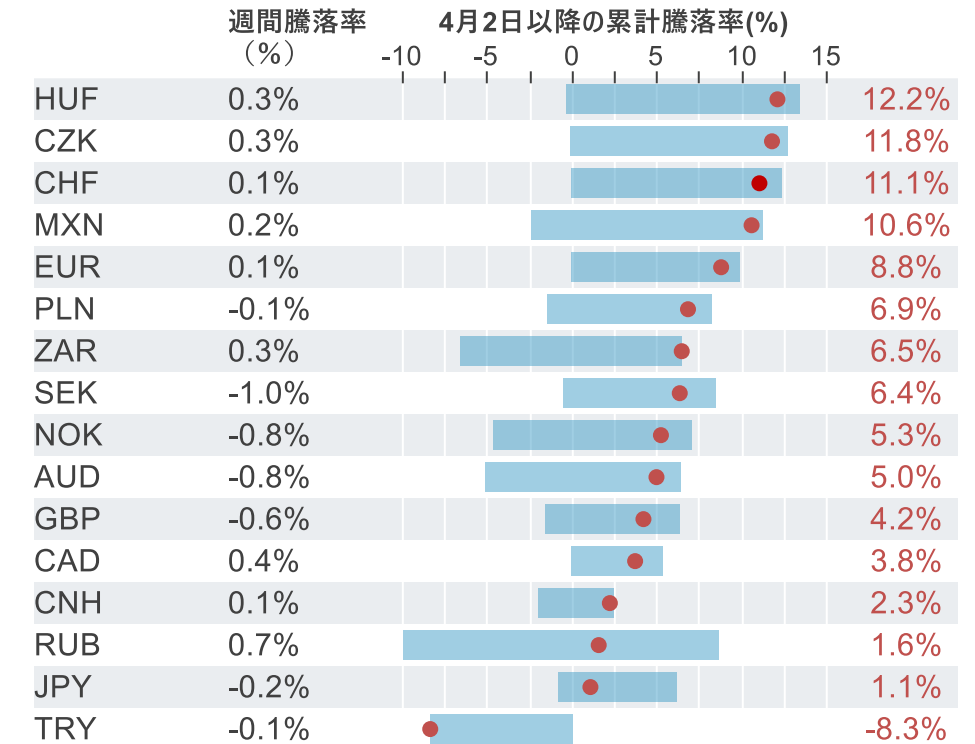
【対円レート】



— ユーロ（左軸） — 英ポンド（右軸）

Data as of 19 September 2025
(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

4月2日の米相互関税発表後の各通貨の対ドルパフォーマンス

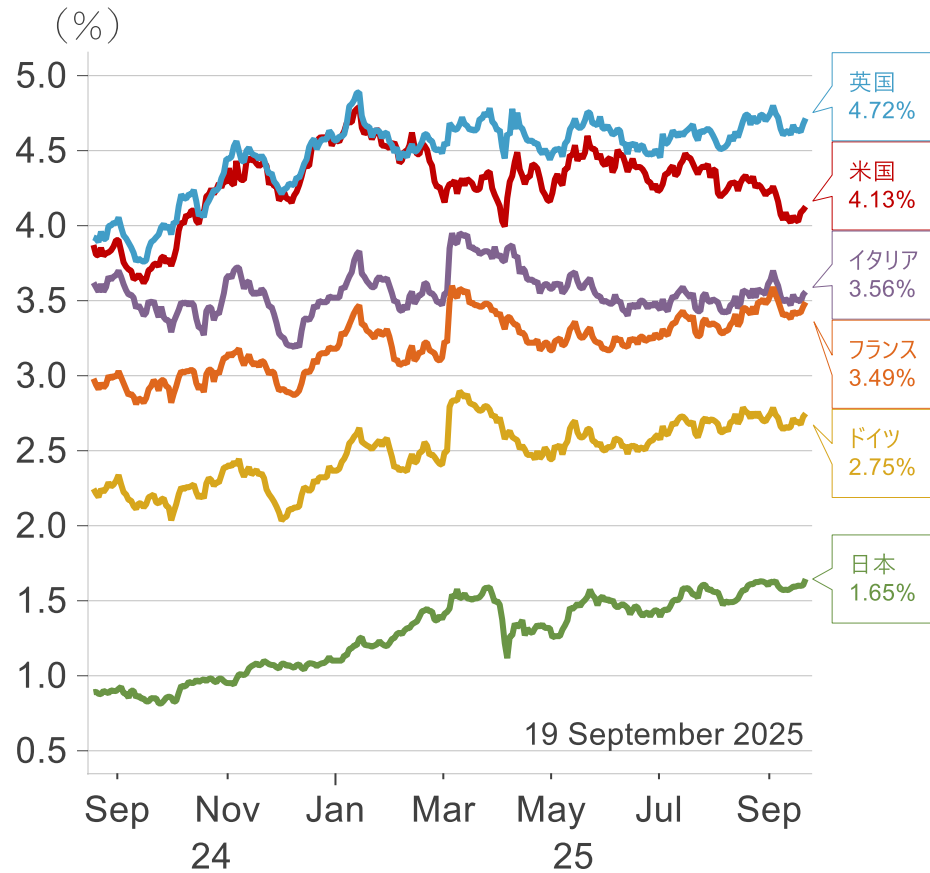


■ 4月2日以降の騰落率のレンジ ● 19 September 2025

(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

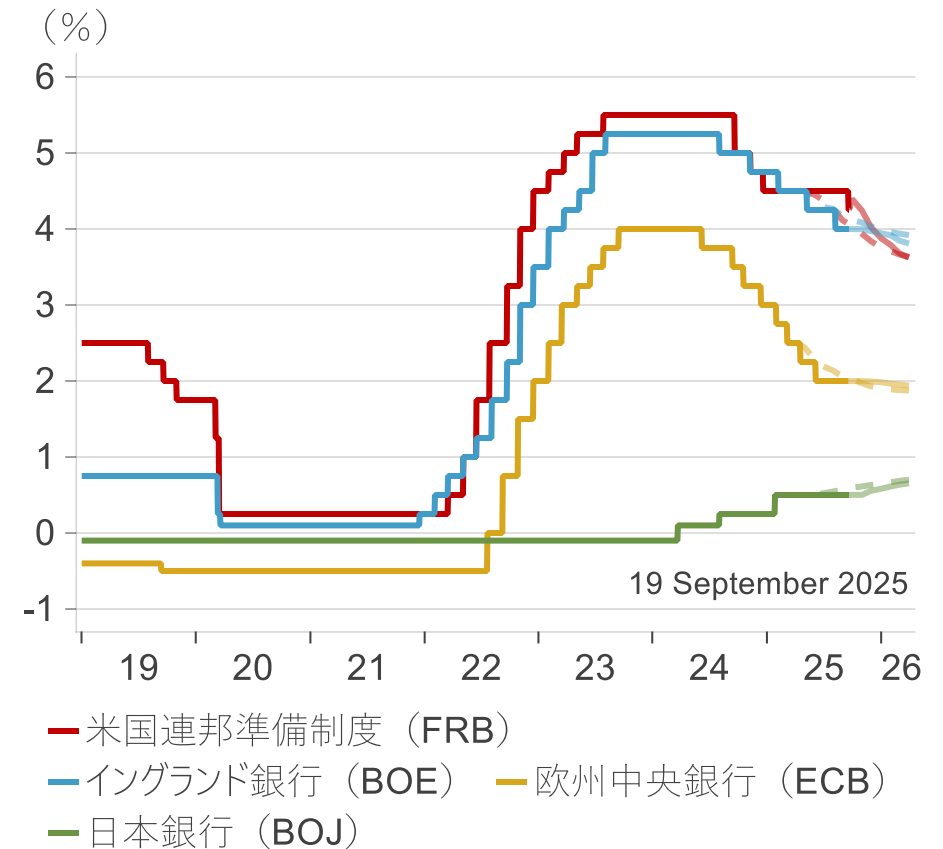
マーケットデータ② 10年国債利回り、各国政策金利

10年国債利回り



(出所：マクロボンド、みずほ)

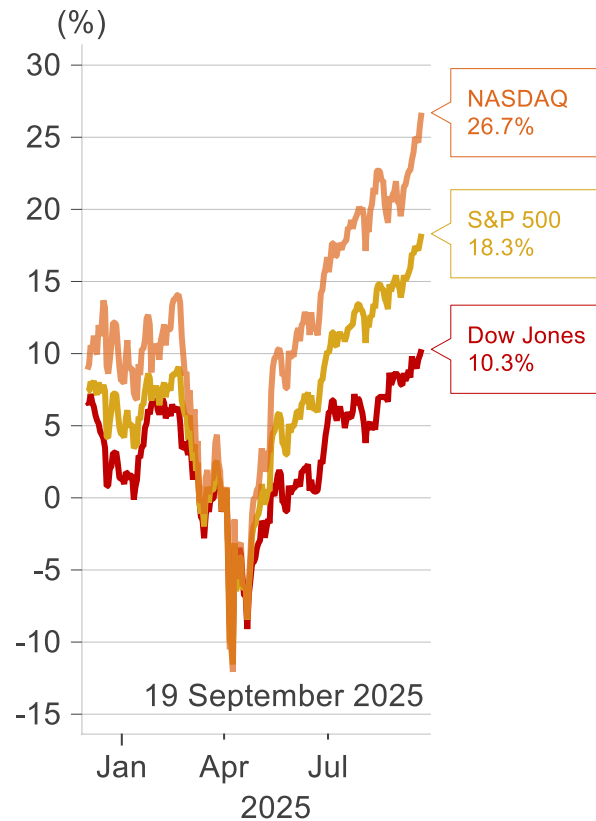
主要中央銀行 政策金利



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

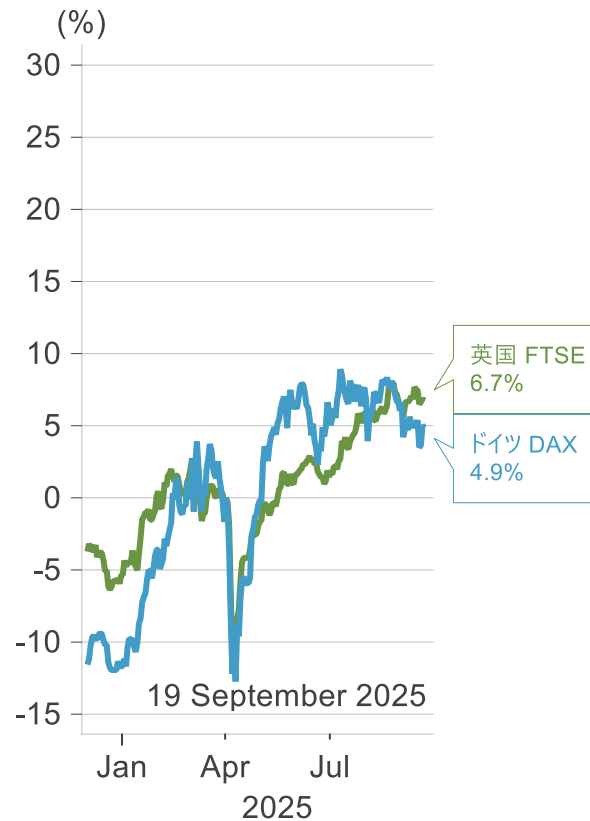
マーケットデータ③ 株式市場

米国



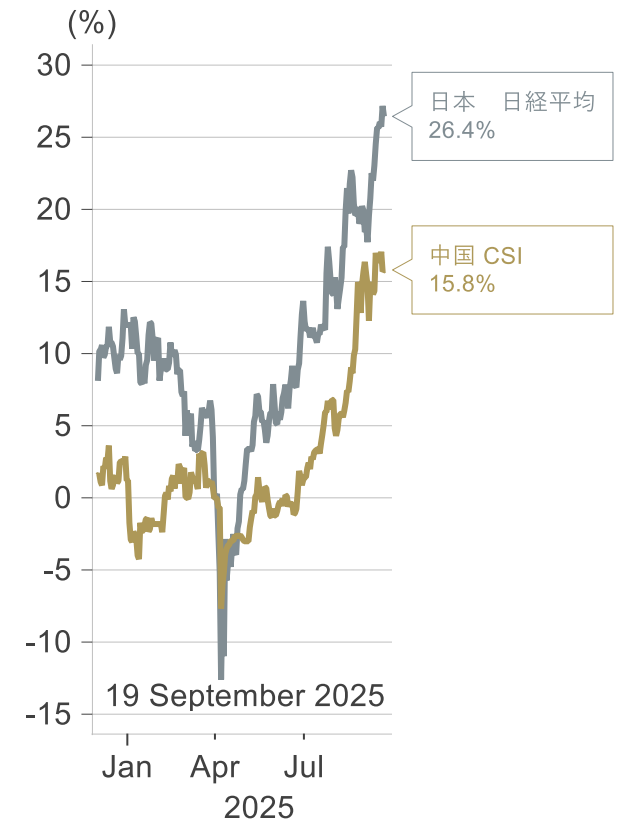
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

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）

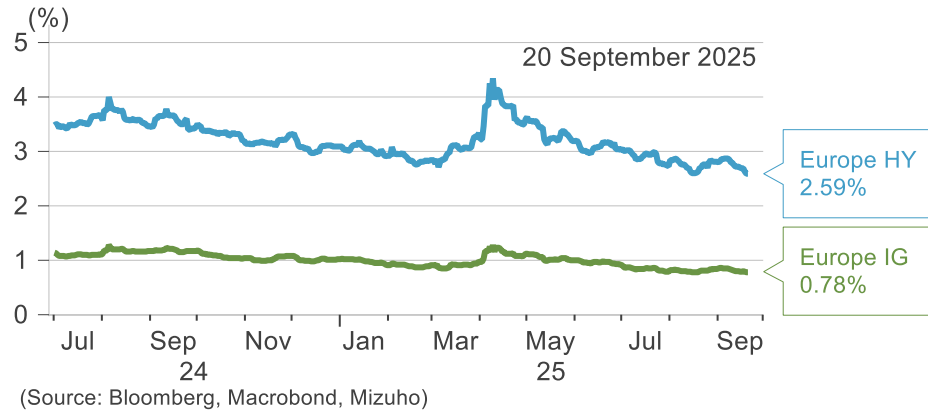
日本・中国



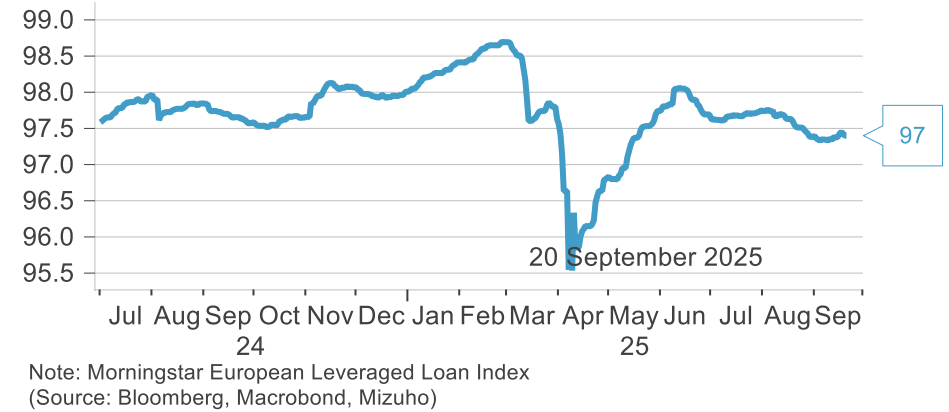
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

マーケットデータ④ クレジット市場

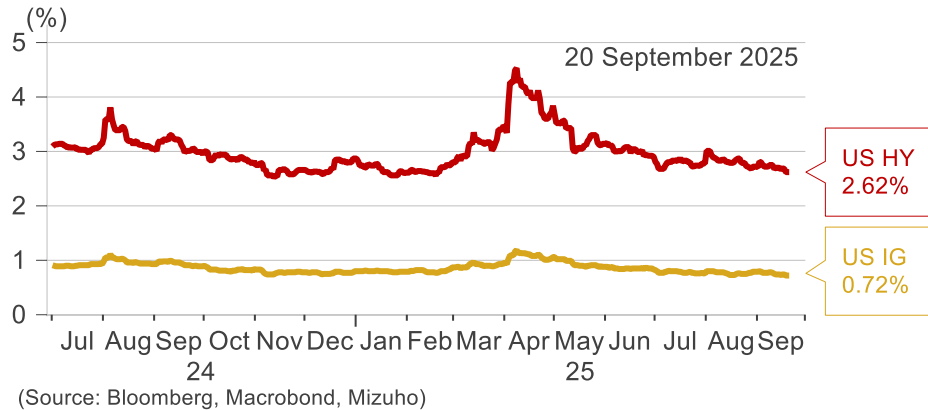
欧州 クレジットスプレッド



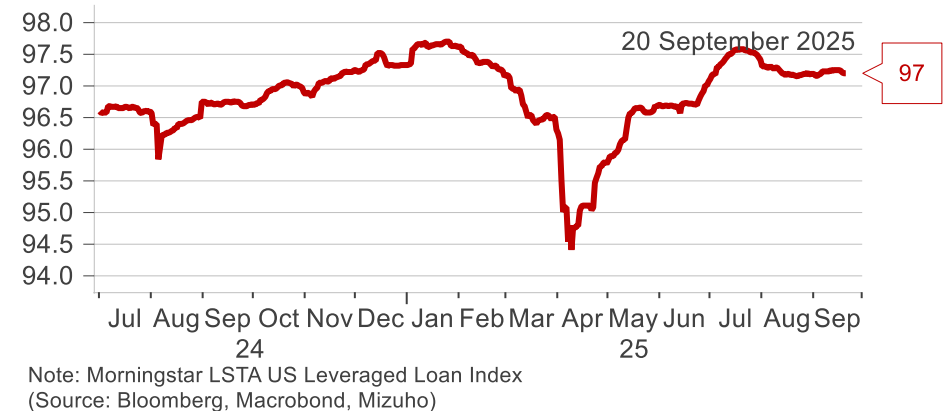
欧州 レバレッジドローン



米国 クレジットスプレッド

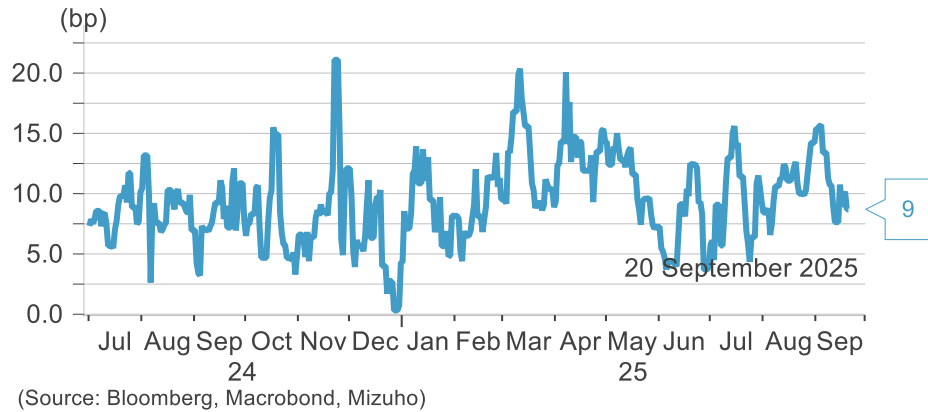


米国 レバレッジドローン

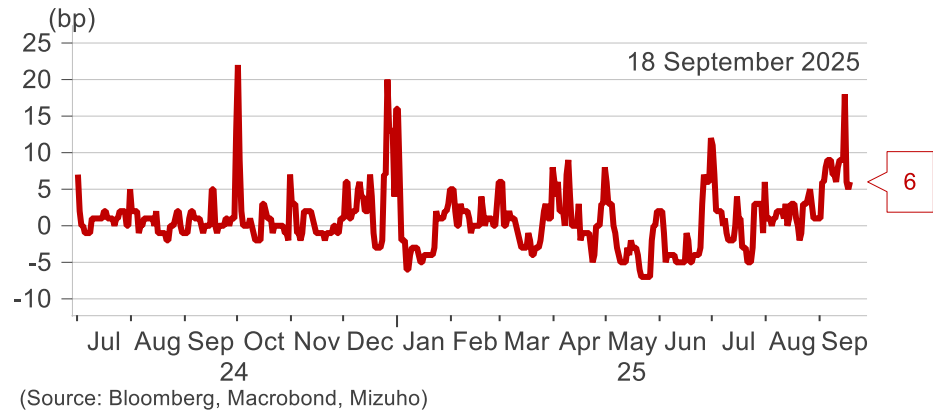


マーケットデータ⑤ 流動性、ドル調達環境

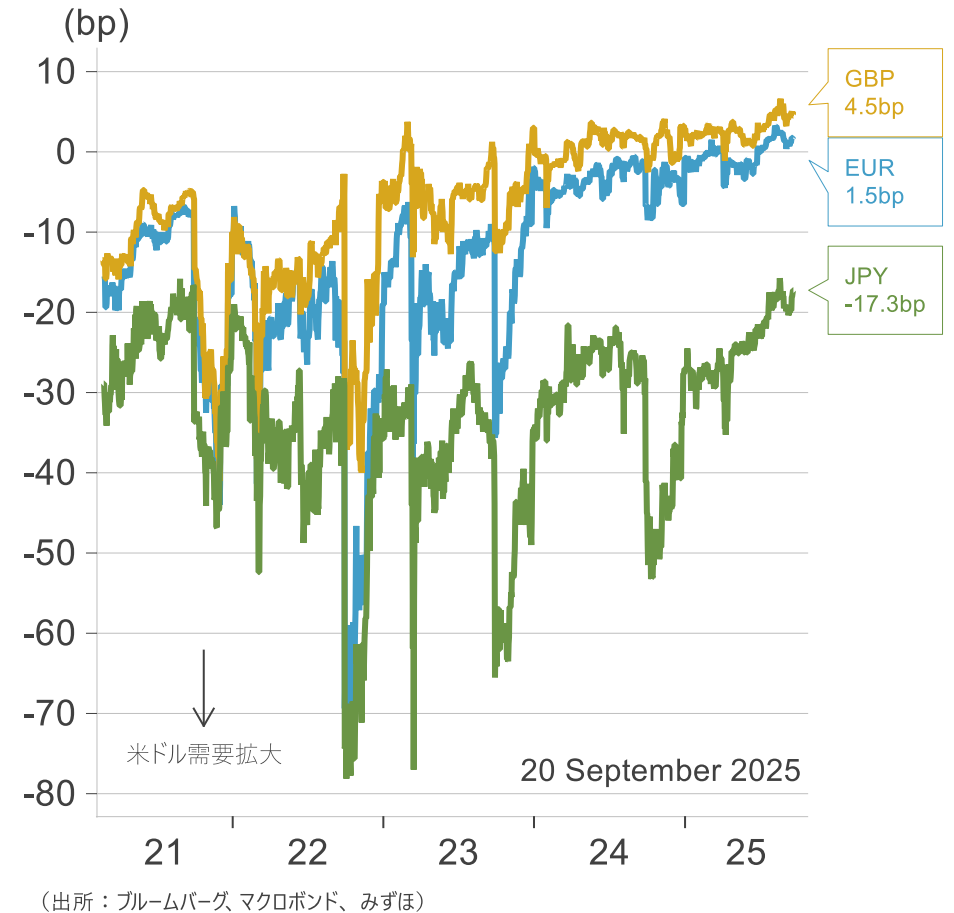
欧州 Euribor-OIS



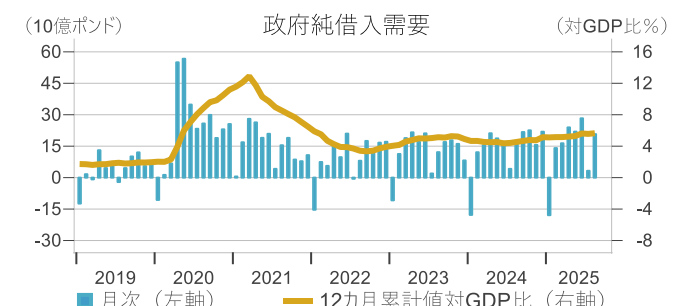
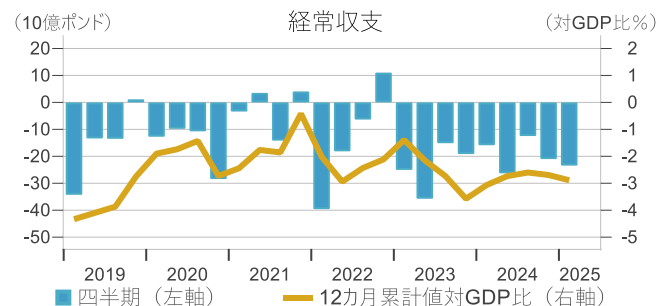
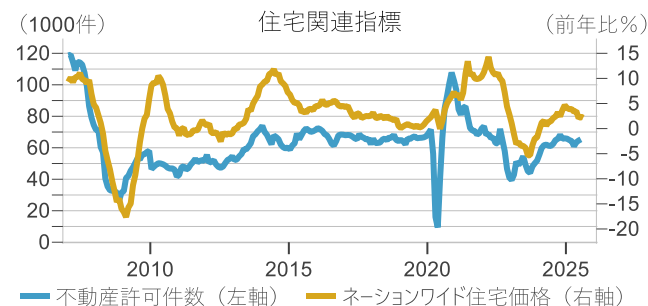
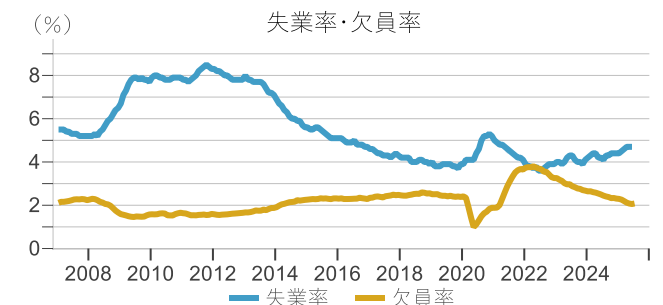
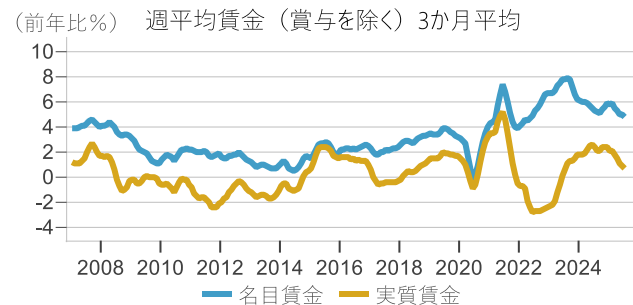
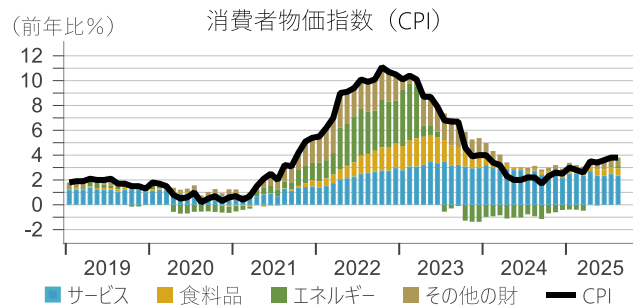
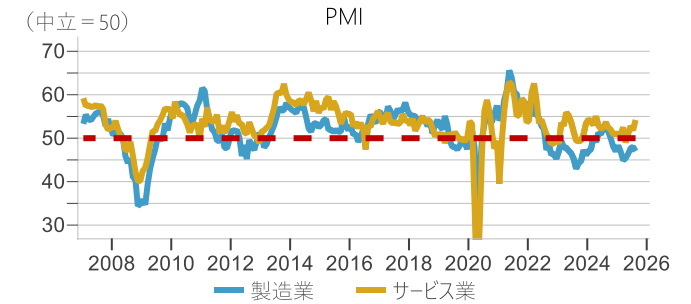
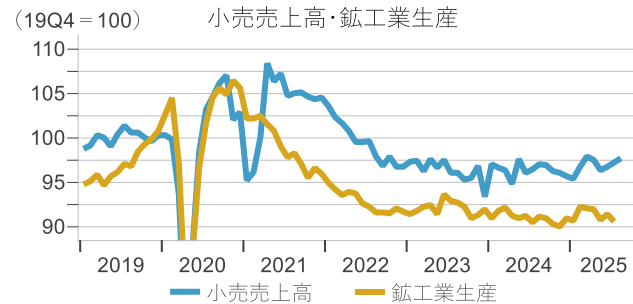
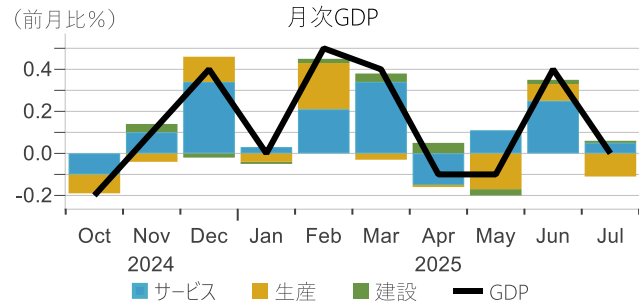
米国 SOFR-OIS



ユーロ、英ポンド、日本円 対ドル3か月ベースス

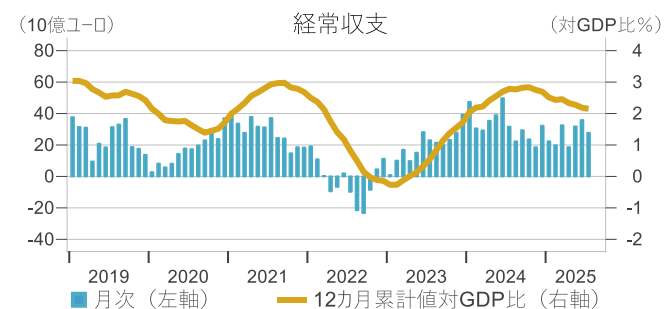
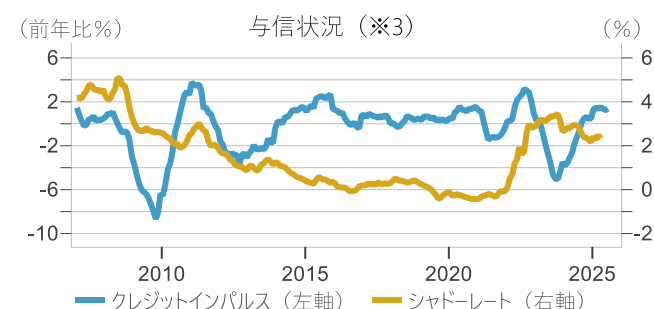
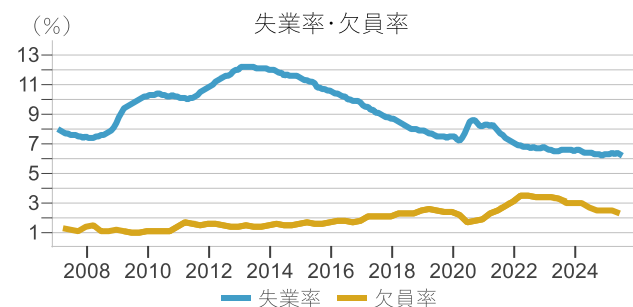
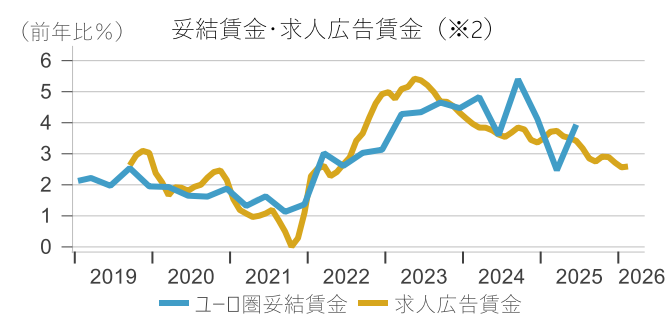
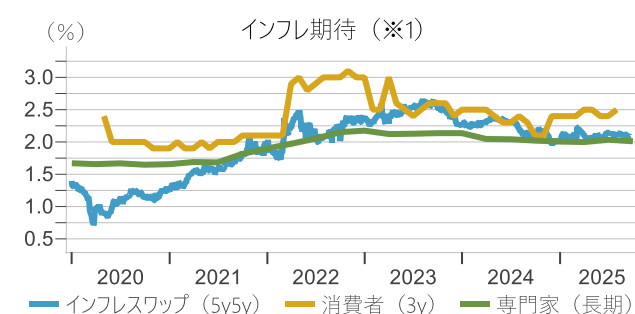
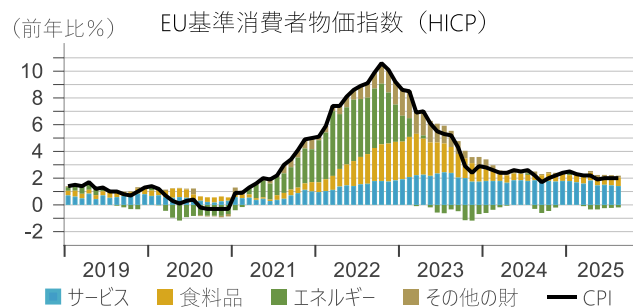
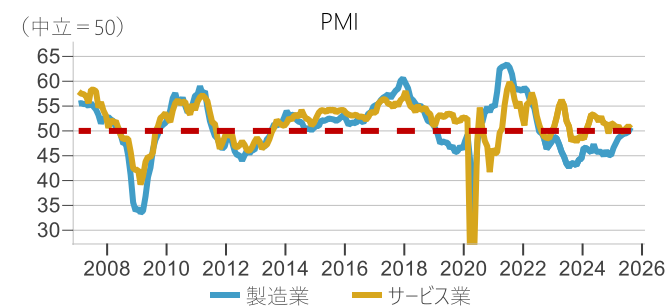
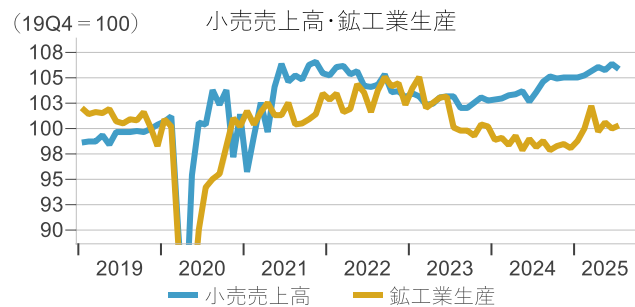


英国 主要経済指標



(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

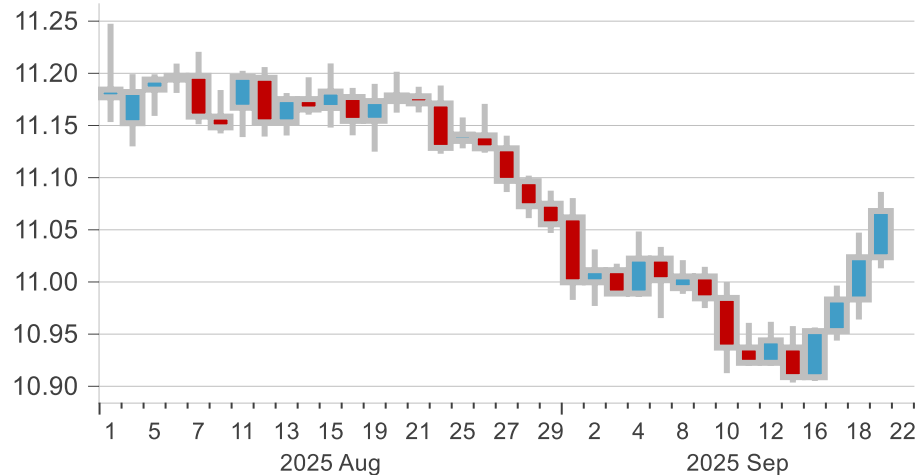
スイスフラン対ユーロ相場 (EURCHF)



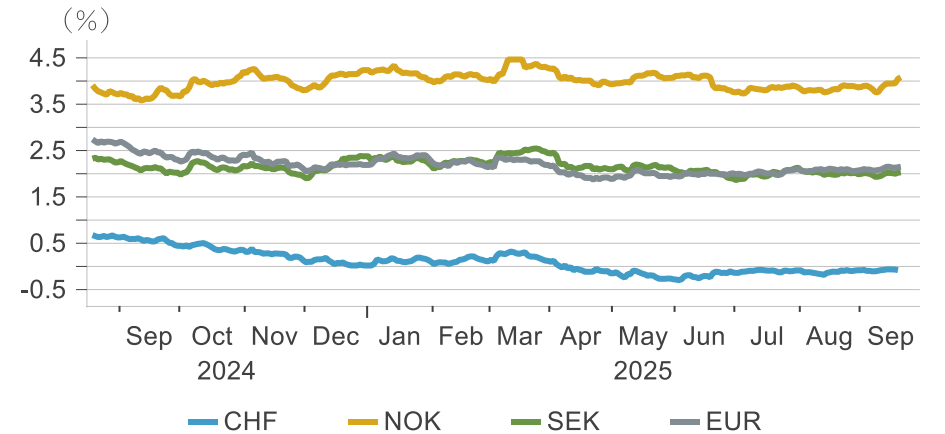
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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.