

欧州G10通貨週報

2025年11月17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（1/3）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
英国 経済	英国雇用統計 : 失業率5.0%、賃金伸び鈍化で12月利下げ期待が80%超に(11月11日)	失業率は5.0%、雇用者数は32,000人減、4月以降の累計減少は18万人に達した。民間賃金は+4.2%、公務員は+6.6%と伸びが鈍化し、実質賃金は+1%程度にとどまる。この結果、BoEの12月利下げ確率は83%に急上昇し、ポンドと金利は下落した。
英国 経済	英国の第3四半期GDP は前期比+0.1%と市場予想の0.2%成長を下回る。製造業低迷が主因(11月14日)	サービス業は+0.2%と小幅な伸びにとどまる一方、製造業は-10.3%と急減。ジャガー・ランドローバーへのサイバー攻撃による自動車生産の停止が影響したとみられる。今回の低下は一時的要因の側面があるものの、労働市場の悪化懸念が残る中で、成長鈍化への不安は払拭されていない。
英国 政治	リーブス財務相が所得税引き上げ計画を撤回とFT誌が報じる。(11月14日)	リーブス財務相は、11月26日予定の予算での所得税率引き上げを検討していたが、昨年の総選挙での公約違反となることへの世論の反発は強く、与党・労働党でも反対する圧力が強まったことを受けて断念。予算責任局(OBR)の最新の経済予測で成長率の上振れに伴い、財政の穴が300億ポンド→200億ポンド程度に縮小したことも判断に影響したのではないかと報じられている。代替策として、所得税の累進課税率の閾値凍結、賭博税・マントル税など小規模税を多数併用する方式への転換が取りざたされている。マーケットでは財政悪化懸念から、10年ギルト利回りは約12bps急騰、ポンドも下落。

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 政治	スコットランド国債計画：2026–27年度に初の“キルト債”発行、規模は15億ドル（11月13日）	Moody'sとS&Pが英国と同等の格付け（Aa3／AA）を付与したことを背景に、政府首相ジョン・スウィンニーは「投資家にやさしい目的地」としてのイメージ形成を強調。発行は来年5月の州議会選挙の結果などを踏まえて実施時期や条件が最終決定され、インフラ整備や住宅・ネットゼロ関連支出への資金調達に充てられる見込み。ただし、高格付けは英国との関係を前提としており、独立志向が強まれば格下げリスクがある点も指摘されている。
ユーロ圏 経済	ドイツ11月ZEW期待指数 ：11月38.5に低下、政策信頼低下で景況感鈍化（11月12日）	ドイツのZEW景気期待指数は11月に38.5と前月の39.3から低下し、現況指数は-78.7と10月の80.0よりは改善したものの依然厳しい水準。ITやサービスは改善したが、化学・金属セクターは悪化した。景況感全体を押し下げている要因は政府の政策への信頼低下が挙げられている。背景には、防衛費増額やエネルギー移行に伴う支出拡大で債務制限をどう扱うか不透明なこと、景気刺激策の不足感、企業投資を促す税制改革やエネルギー政策の遅れなどが挙げられる。
ユーロ圏 経済	ユーロ圏9月鉱工業生産 は前月比+0.2%、予想+0.7%を下回る（11月14日）	エネルギーが+1.2%と堅調だった一方で耐久財は-0.5%、非耐久財は-2.6%と低迷。前年比では+1.2%、ドイツ+1.9%、フランス+0.8%、スペイン+0.4%と国別でばらつきが見られる。市場予想を大幅に下回ったことで、ユーロ債利回りには重石となった。

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	ドイツ連邦銀行の提案:2029年以降に赤字率を5%から1%へ段階的に削減、防衛費の借入依存を2035年までにゼロ化(11月13日)	ドイツ連邦銀行(Bundesbank)は、財政健全化に向けて2029年以降に構造的財政赤字比率を5%から1%へ段階的に引き下げ、2035年までに防衛費を新規借入に頼らない体制へ移行する計画を提案。現行の借入枠は2029年まで維持されるが、その後は防衛支出を税収などで賄う仕組みに転換する方針。背景には、エネルギー移行や防衛費増額で財政負担が急増する中、債務制限をどう扱うかという不透明感が広がっていることがある。
ユーロ圏 経済	ユーロ圏CPI:ドイツ2.3%、フランス0.9%、スペイン3.1%で概ね市場予想通り(11月14日)	ドイツのCPIは前年比+2.3%で予想通り、フランスは+0.9%とやや下振れ、スペインは+3.1%と予想を上回った。金融政策は据え置き観測が強まっている。
スイス経 済	米国とスイス、関税交渉で枠組み合意——税率39%から15%へ引き下げ、2000億ドルの対米投資を約束(11月14日)	米国とスイスは関税交渉で枠組み合意に達し、米国がスイスに課していた39%の相互関税を15%に引き下げる方針を発表。引き換えにスイスは市場開放を進め、米国産の海産物やかんきつ類、たばこ、コーヒー、蒸留酒などの関税撤廃に加え、牛肉や鶏肉などに無税輸入枠を設ける。さらにスイス企業は2028年までに総額2000億ドルの対米投資を約束し、重電大手ABBや製薬大手ロシュ、ノバルティス、鉄道車両メーカーのシュタッドラーなどが米国内で生産拠点を拡大する計画。最終合意は2026年初頭を目指す。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「17世紀オランダのチューリップ・フィーバーとAIバブル」

先週は、日系・非日系ともに多くのお客様と面談・ディスカッションする機会がありました。どちらのケースでも、AI株への資金の集中やプライベート・クレジット市場の拡大、それが崩壊した場合の金融リスクについての議論が多く見られました。もっとも、ロンドンの投資家の間では、レバレッジが過去の局面、特にリーマンショック時と比べて小さいことから、仮に市場の調整があっても金融システムや実体経済への影響は限定的だという見方が強いように思われます。

欧州での金融バブルの歴史は長く、最古の事例として名高い「チューリップ・バブル」は、17世紀オランダで発生しました。トルコからもたらされたチューリップの球根は富とステータスの象徴となり、希少種は家一軒分の価値にまで高騰しました。当時のオランダは貿易・金融で世界をリードする黄金時代であり、さらに、先物取引という金融イノベーションが熱狂を加速しました。アムステルダムにある「チューリップ博物館」では当時の球根の先物取引の証書を見ることができます。当時の狂騒は、1999年の英国のベストセラー小説『チューリップ・フィーバー』（後に映画化）でも生々しく描かれています。しかし、1637年にオランダ西部のハーレム市場で取引が成立しなくなると、流動性は急速に枯渇し、価格は暴落しました。

この構図は、現代のAIバブルと驚くほど似ています。

- ・ 「産業革命級の変革」という強烈なストーリー
- ・ 半導体・生成AI株への資金集中
- ・ プライベート・クレジットやレバレッジ投資という金融イノベーション

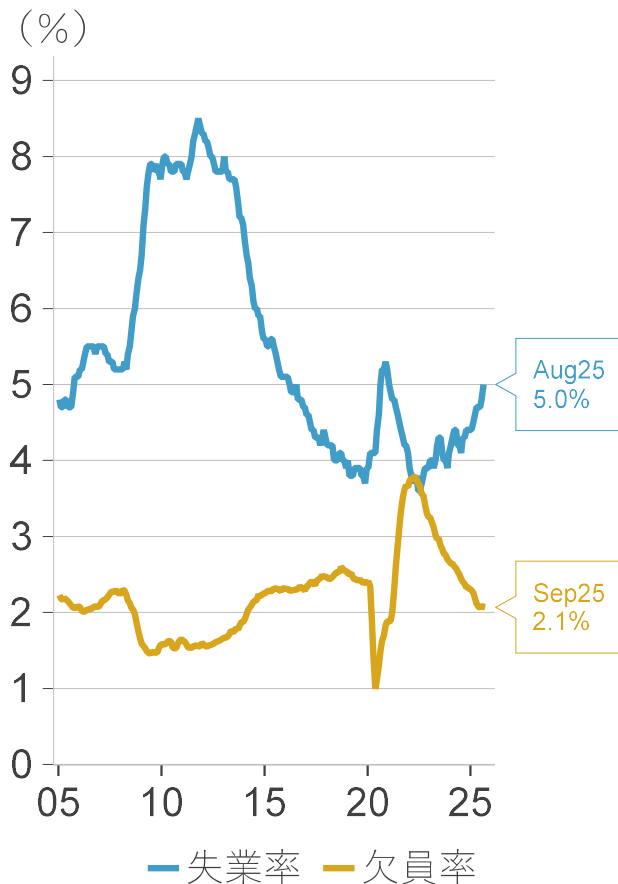
一方で、バブル崩壊後も価値は残る可能性があります。オランダでは今もチューリップが運河や風車に並ぶ国の象徴であり、世界最大のチューリップ畑のあるキューケンhof公園には春になれば世界中から観光客が訪れます。AIは消費財ではなく、生産性や競争力に直結するため、長期的価値はさらに高いでしょう。

それでも、教訓は明確です。第一に、「誰が買っているか」を見極めることです。知識の浅い人々が市場に参入し始めた時が転換点になりやすいです。チューリップ・バブルでも、末期には富裕層や商人に代わって一般市民や職人が投機目的で参入し、球根の実物を見たこともない人々が先物契約を売買するようになっていました。前述のベストセラー小説『チューリップ・フィーバー』でも、主人公の画家がヒロインの女性と駆け落ちする資金を工面するために希少種の球根に望みを託します（結末は、、、映画をご覧ください）。第二に、流動性リスクを監視することです。ハーレム市場の崩壊は「取引不成立」が引き金でした。現代では、プライベート市場やベンチャー投資で同様のリスクが潜んでいます。第三に、ストーリーに酔わないことです。トルコからもたらされたチューリップは17世紀に経済的に絶頂期におったオランダの栄光を象徴するものとしてもてはやされました。こうしたストーリーや自信は価格形成に強く影響しますが、やはりチューリップは結局は花に過ぎなかったということでしょう。

。

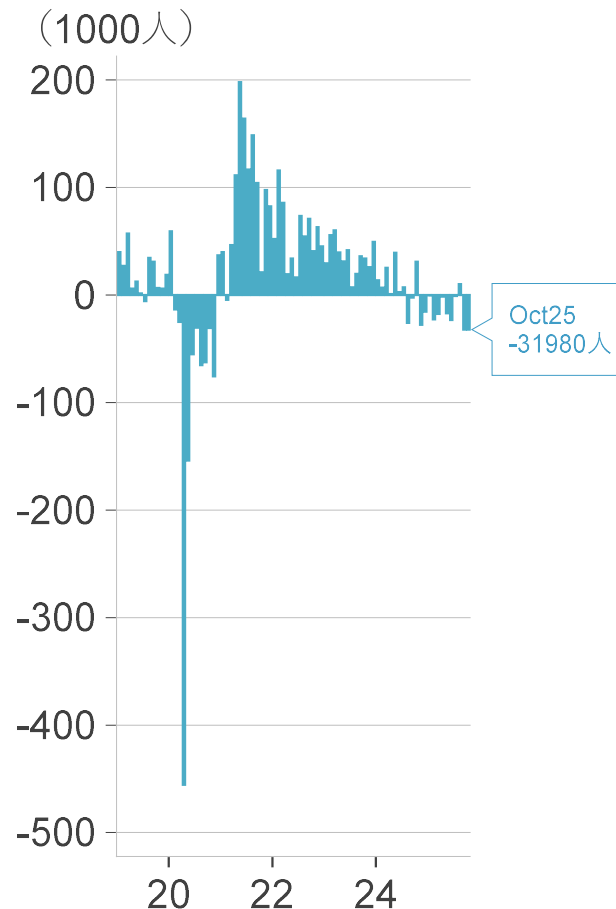
英国雇用統計：失業率5.0%、賃金伸び鈍化で12月利下げ期待が80%超に（11月11日）

英国 失業率



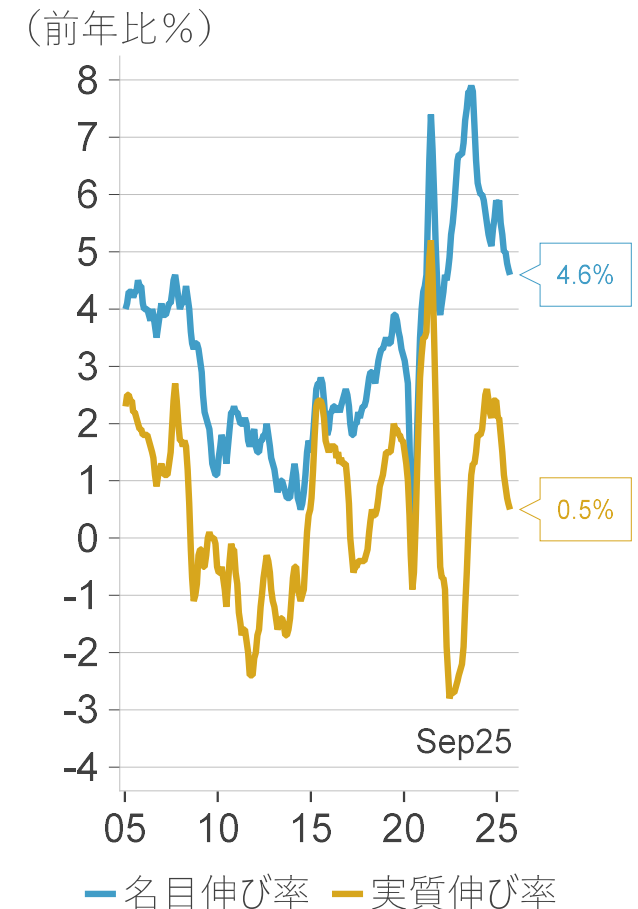
注：3か月平均
（出所：英国国家統計局（ONS）、マクロポンド、みずほ）

英国 給与所得者 月次変化



（出所：英国国家統計局（ONS）、マクロポンド、みずほ）

英国 週平均賃金（賞与を除く）

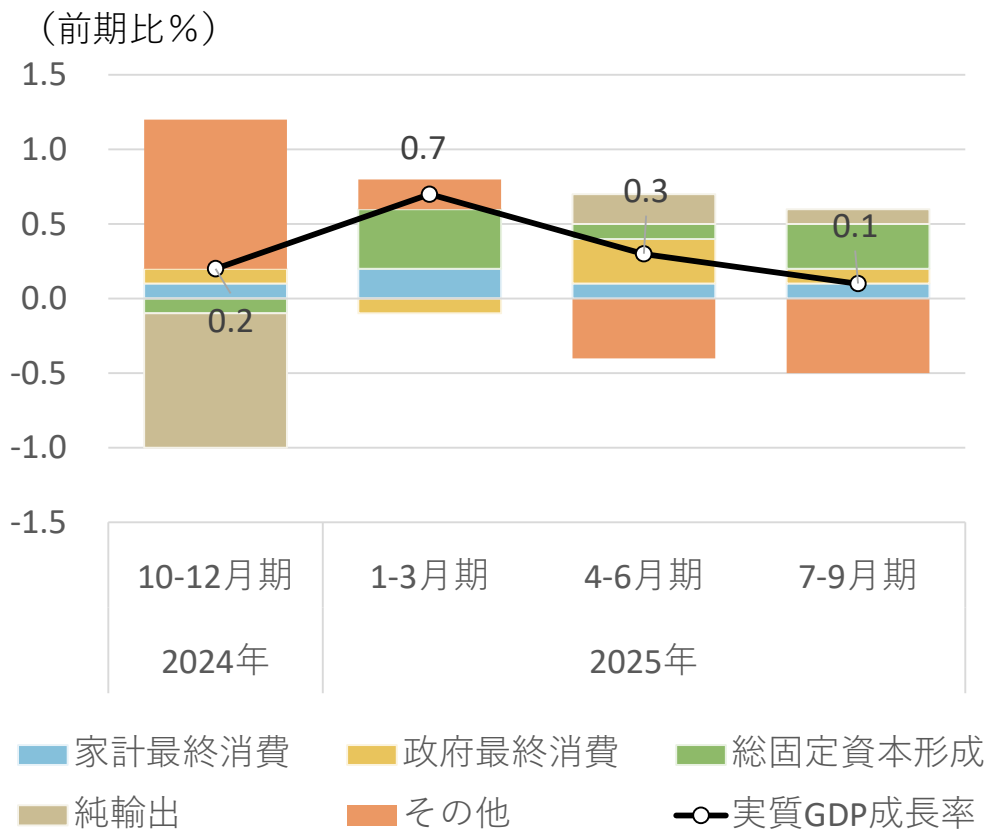


（出所：英国国家統計局（ONS）、マクロポンド、みずほ）

失業率は5.0%、雇用者数は32,000人減、4月以降の累計減少は18万人に達した。民間賃金は+4.2%、公務員は+6.6%と伸びが鈍化し、実質賃金は+1%程度にとどまる。この結果、BOEの12月利下げ確率は83%に急上昇し、ポンドと金利は下落した。

英国の第3四半期GDPは前期比+0.1%と市場予想の0.2%成長を下回る。製造業低迷が主因 (11月14日)

英国 実質GDP成長率



GDP成長率内訳

		(前期比%)				
		構成比 (%)	24 Q4	25 Q1	25 Q2	25 Q3
実質GDP成長率		100	+0.2	+0.7	+0.3	+0.1
需要項目別	家計最終消費	59	+0.2	+0.3	+0.1	+0.2
	政府最終消費	21	+0.5	▲0.2	+1.3	+0.3
	総固定資本形成	19	▲0.4	+1.9	+0.5	+1.8
	輸出	31	+1.1	+1.2	+0.4	▲0.1
	輸入	32	+3.8	+1.2	0	▲0.3
産業別	農林水産業	1	+1.2	▲0.6	+1	▲0.2
	鉱工業	13	▲0.3	+0.6	▲0.8	▲0.5
	製造業	9	▲0.6	+0.3	+0.2	▲10.3
	建設業	6	+0.2	+0.1	+1	+0.1
	サービス業	80	+0.3	+0.7	+0.4	+0.2
	卸売・小売	9	▲0.3	+1.4	▲1.1	+0.4
	輸送・倉庫	4	+0.3	+1.4	+1.5	+0.2
	宿泊・フードサービス	3	+0.9	▲0.3	+2	▲0.4
	情報通信	6	+0.7	+2.9	+2.4	+0.1
	金融・保険業	8	0	+0.2	▲0.3	+0.4
	不動産業	15	+0.2	0	▲0.2	+0.3
	企業向けサービス	14	+0.4	+1.2	+0.5	▲0.2
	公的サービス・教育・福祉	19	+0.3	+0.1	+0.6	+0.4

(出所：英国家統計局、ブルームバーグ、みずほ)

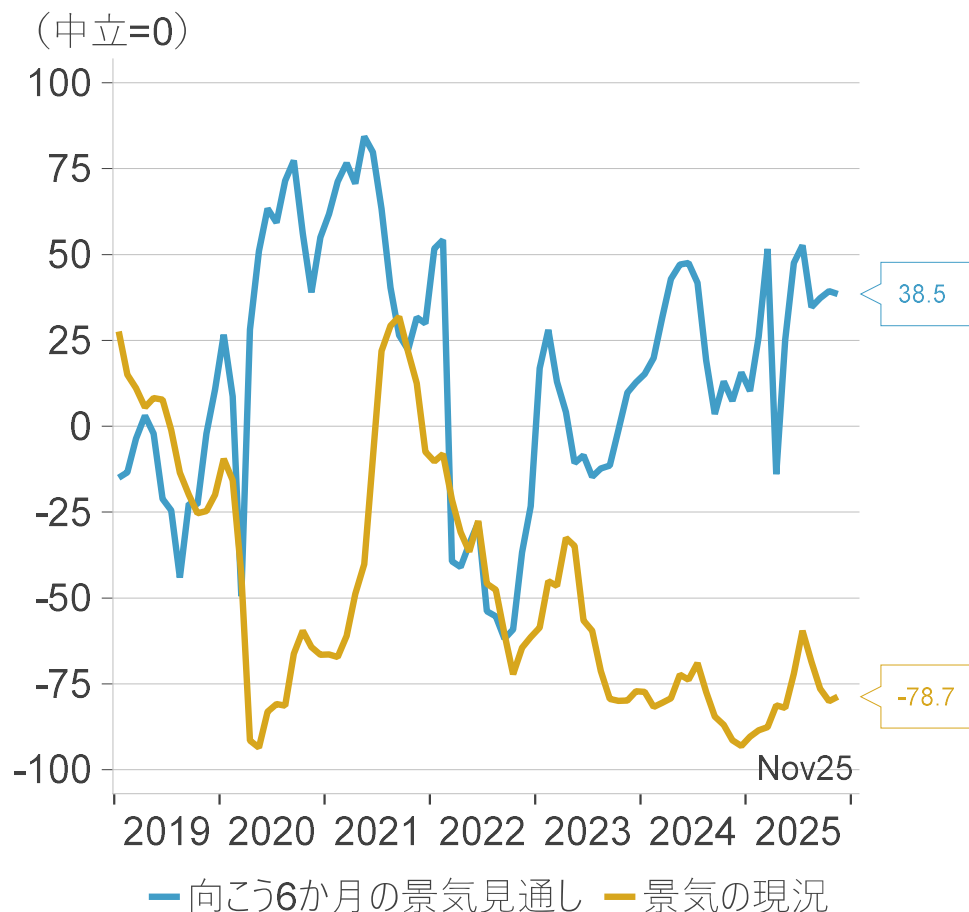
注：構成比は2024年の名目GDP、もしくは総付加価値（GVA）生産額で算出。

(出所：英国家統計局、ブルームバーグ、みずほ)

サービス業は+0.2%と小幅な伸びにとどまる一方、製造業は-10.3%と急減。ジャガー・ランドローバーへのサイバー攻撃による自動車生産の停止が影響したとみられる。今回の低下は一時的要因の側面があるものの、労働市場の悪化懸念が残る中で、成長鈍化への不安は払拭されていない。

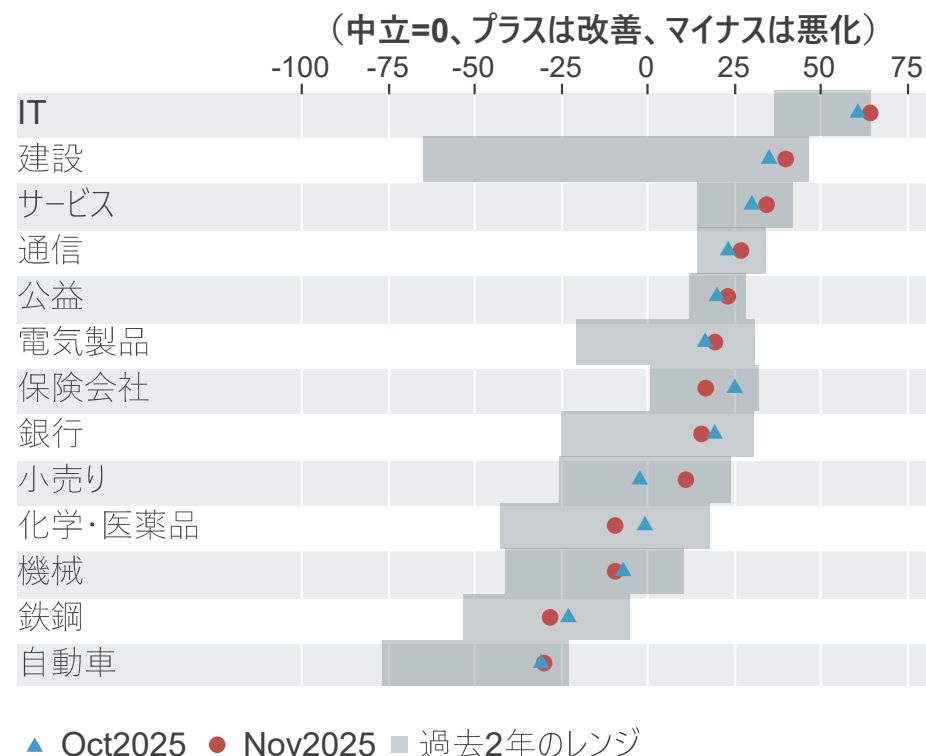
ドイツ11月ZEW期待指数：11月38.5に低下、政策信頼低下で景況感鈍化（11月12日）

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



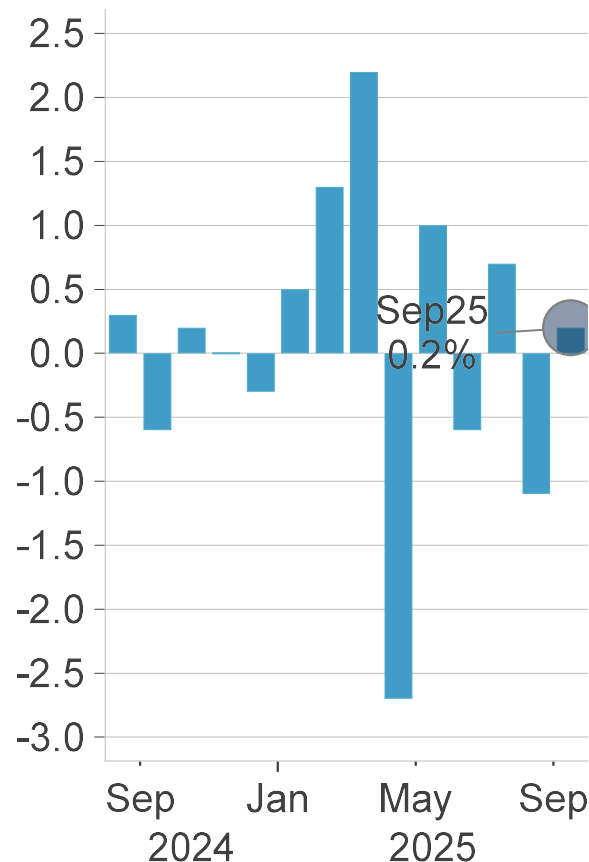
(出所：ZEW、マクロボンド、みずほ)

ドイツのZEW景気期待指数は11月に38.5と前月の39.3から低下し、現況指数は-78.7と依然厳しい水準。ITやサービスは改善したが、化学・金属セクターは悪化した。景況感全体を押し下げている要因は政府の政策への信頼低下が挙げられている。背景には、防衛費増額やエネルギー移行に伴う支出拡大で債務制限をどう扱うか不透明なこと、景気刺激策の不足感、企業投資を促す税制改革やエネルギー政策の遅れなどが挙げられる。

ユーロ圏9月鉱工業生産は前月比+0.2%、予想+0.7%を下回る（11月14日）

鉱工業生産指数 前月比

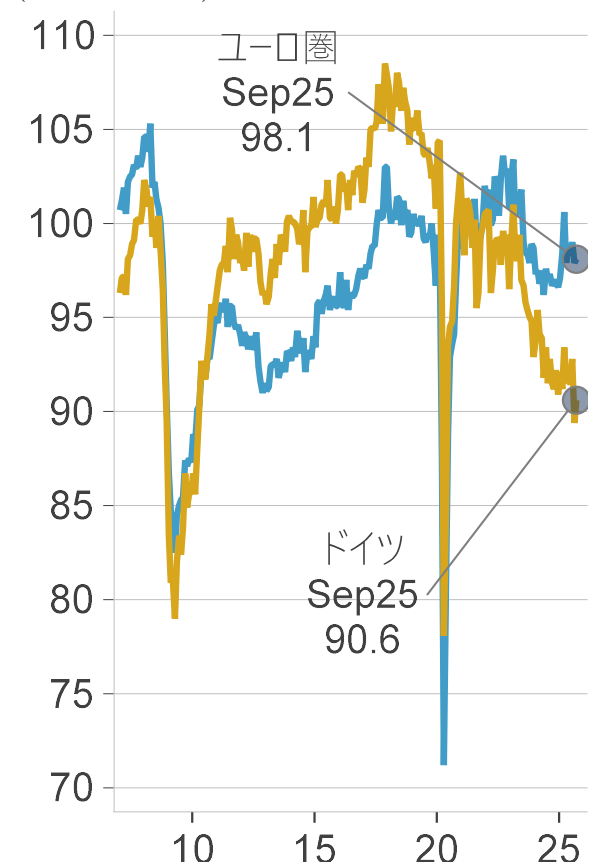
（前月比％）



（出所：ユーロスタット、マクロボンド、みずほ）

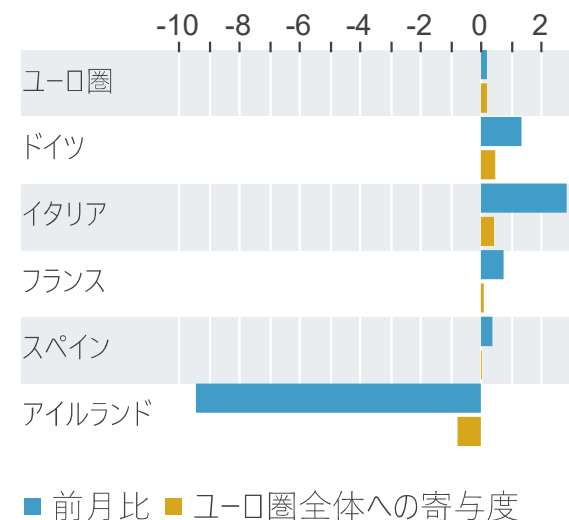
鉱工業生産指数 季節調整済指数

（2021=100）



（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



■ 前月比 ■ ユーロ圏全体への寄与度

（出所：ユーロスタット、各国統計、マクロボンド、みずほ）

エネルギーが+1.2%と堅調だった一方で耐久財は-0.5%、非耐久財は-2.6%と低迷。前年比では+1.2%、ドイツ+1.9%、フランス+0.8%、スペイン+0.4%と国別ではばらつきが見られる。市場予想を大幅に下回ったことで、ユーロ債利回りには重石となった。

欧州G10通貨中期見通し（2025年10月29日時点）

	Spot	2025 Dec	2026 Mar	Jun	Sep	Dec
VS USD						
EUR/USD	1.15	1.18	1.19	1.17	1.16	1.15
GBP/USD	1.32	1.34	1.35	1.36	1.37	1.37
USD/CHF	0.80	0.80	0.80	0.82	0.83	0.84
USD/NOK	10.1	9.8	9.7	9.7	9.7	9.8
USD/SEK	9.5	9.2	9.1	9.1	9.1	9.2
VS EUR						
EUR/GBP	0.88	0.88	0.88	0.86	0.85	0.84
EUR/CHF	0.93	0.94	0.95	0.96	0.96	0.97
EUR/NOK	11.68	11.6	11.5	11.4	11.3	11.3
EUR/SEK	10.95	10.9	10.8	10.7	10.6	10.6
VS JPY						
EUR/JPY	177.7	178	177	174	175	177
GBP/JPY	202.5	202	201	203	207	211
CHF/JPY	191.4	190	187	182	182	183
NOK/JPY	15.2	15.4	15.4	15.3	15.5	15.7
SEK/JPY	16.2	16.3	16.4	16.3	16.5	16.7
USD/JPY	154.0	151	149	149	151	154

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10月29日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2025年10月29日時点

英ポンド

BOE利下げ再開観測と予算案発表を控え、下押し圧力が強まる

- 10月に英ポンドは対ドルで2.2%下落。G10通貨の中では日本円の4.0%に次ぐ下落率の大きさとなった。成長減速とインフレ鈍化が同時進行していることに伴い、イングランド銀行（BOE）の利下げ再開が意識されていることが最大の要因である。また、11月26日に控える予算案発表を前に、英国の政治情勢や財政政策を取り巻く不透明感も英ポンドの重石となった。
- 英国の景気は減速が鮮明となりつつある。PMIは、9月と10月の2か月連続で低下し、特にサービス業の停滞が目立つ。8月のGDPは前月比+0.1%と小幅な回復にとどまり、製造業がけん引したものの、サービス部門は2か月連続で横ばいとなった。8月の失業率は4.8%と市場予想より高く、平均賃金の伸びも鈍化している。また、物価面では、9月のCPIが前年比3.8%と予想（4.0%）を下回り、食品価格の下落がエネルギー価格上昇圧力を相殺した格好となった。サービスインフレも4.7%と依然高水準ながら予想を下回り、インフレ鈍化が鮮明である。こうした一連の経済統計を受けて、BOEの年内利下げ期待が再び強まっている。
- 政治面では、11月26日に予定される予算案発表を控え、増税観測が強まっている。リーブス財務相は財政赤字穴埋めのため所得税率引き上げを検討していると報じられており、労働党の「働く人への増税はしない」との公約との矛盾が注目されている。増税は消費や投資の減速を通じて景気に悪影響を及ぼす懸念もある。しかし、右派ポピュリスト政党「リフォームUK」の支持が急拡大し、ロンドン地下鉄のストライキが70万時間の労働損失をもたらすなど、政治への不満が高まるなかで、増税策は政治的に極めて重大なリスクを伴う。労働党内で指導部の刷新を求める声は強まりつつあり、財政規律を重視するリーブス財務相の交代観測も拭いていない。
- 11月の英国金融市場では、6日のBOE金融政策発表、26日の予算案発表と重要イベントを控える。高金利政策の維持・財政規律重視、が基本線と見込まれるものの、失望を伴うものとなった場合、ポンドに下押し圧力がかかる恐れがある。

ユーロ

フランス政局の混乱など域内固有の悪材料が浮上も、基本的にはドル安相場の裏側で堅調が持続。

- 10月のユーロ相場は上値の重い動きが続いた。フランス政局の混乱など域内固有の悪材料が浮上しているものの、それだけでユーロ相場そのものが動揺する展開には至っておらず、基本的にはドル安相場の裏側で堅調が持続している。対円では連日、史上最高値を更新しているものの、それ自体がユーロへの前向きな評価を意味しているわけではなく、あくまで欧米ローテーションと円全面安が重なった結果であり2000年代に見られたユーロフォリアの熱狂とは異なる。ユーロ/ドルの購買力平価（PPP）は1.27付近であり、物価尺度で見ればユーロの過小評価が続いている。本当に「ユーロの基軸通貨性」が改善に向かい、米国から欧州、とりわけユーロ圏への大きなローテーションが続くことを当然視するのであれば、PPPまでの上昇はあっても不思議ではないのだろう。仮にユーロ/ドル相場がPPPの示唆する1.30付近で、ドル/円相場が150～155円という現行水準だとすれば、ユーロ/円相場は200円も視野に入る。名目の水準それ自体に本質的な意味はないことを知った上でこれまでとは異なる世界観で相場を見る姿勢も要求されそう。もっとも、予測期間中に限って言えば、フランスを中心として政局リスクがユーロリスクと同一視されるような展開に至ることは警戒すべきである。

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10月29日発行）より抜粋。

見通しの概要（スイスフラン、北欧通貨） 2025年10月29日時点

スイスフラン

安全資産としてのフランの需要が依然として根強いことが鮮明に

- スイスフランは10月に対ユーロで約0.7%上昇。中旬にかけては一時、前月末比1.3%の水準まで上昇する場面があった。米中貿易摩擦の懸念再燃やフランスの政治的混乱への警戒感が背景にあり、安全資産としてのスイスフランへの需要が再び高まったことが主因である。こうした外部要因が徐々に後退するにつれ、フラン高圧力はやや緩和されたものの、安全資産としてのフランの需要が依然として根強いことが改めて意識された。
- このような通貨高の進行は、スイス経済において輸入物価の下落を通じてインフレ率を押し下げる要因となっている。実際、2025年5月にはCPIが前年比▲0.1%と、約4年ぶりにマイナス圏に転落した。これを受けて、スイス国立銀行は6月の金融政策決定会合で政策金利を0.25%から0%へと引き下げ、ゼロ金利政策を再導入した。
- SNBは声明で、今回の利下げはインフレ圧力の低下に対応するものであり、今後も状況を注視し、必要に応じて金融政策を調整する方針を示している。また、通貨高がさらに進行した場合には、為替市場への介入も辞さない姿勢を明らかにしている。
- その後、CPIの伸びがやや持ち直したこともあり、SNBは9月会合でマイナス金利の再導入を見送ったものの、通貨高や外部環境の不透明さが続く場合には、追加緩和策として再びマイナス金利に踏み切る可能性も否定できない状況だ。

ノルウェークローネ

9月CPIの予想外の上振れや、失業率の低下に伴い、ノルウェー中銀の追加利下げ観測は後退

- ノルウェークローネは10月に月間を通してみれば対ユーロで横ばい圏ながら、振れ幅の大きい展開となった。当面の焦点は11月6日に控えるノルウェー中銀の金融政策決定会合となるが、9月CPIの予想外の上振れや、失業率の低下に伴い、追加利下げ観測は後退している。なお、同中銀は9月14日に政策金利を4.25%で据え置いたものの、年内追加利下げ方針を再度表明したことがややハト派的と受け止められていた。
- ノルウェー中銀の利下げ見送り観測の高まりは、国内からの材料としてはクローネのサポート要員である。ただし、同国の輸出に占める石油・ガスへの高い依存度を考慮すれば、世界的な景気減速リスクや、それに伴い原油価格の下押し圧力が強まるリスクには一定の留意が必要となろう。

スウェーデンクローナ

リクスバンクの11月会合は無風の公算

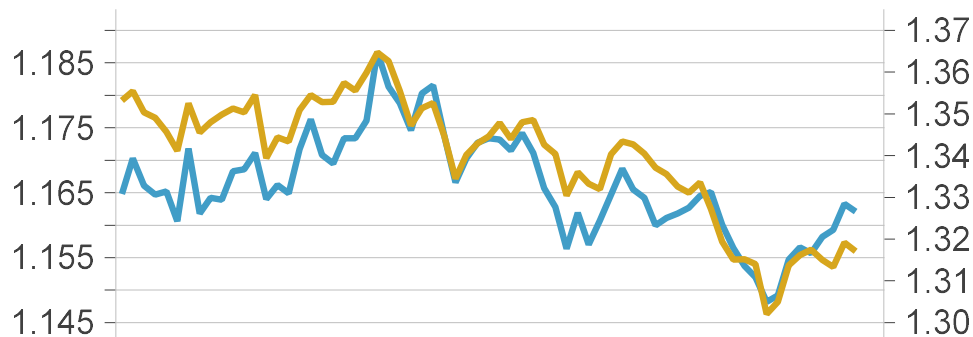
- スウェーデンクローナは10月に対ユーロで0.8%上昇した。欧州域内の政治的不透明感や米国経済指標の弱さを背景に、相対的に安定したスウェーデン経済への信頼が高まったことが一因と見られる。
- リクスバンク（中央銀行）は11月5日に金融政策決定会合を控えるが、同中銀は9月会合で利下げ後、当面は政策金利を維持する方針を示している。その後の経済指標でこの方針を覆すものは見当たらず、おそらく無風の会合となる可能性が高い。

マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

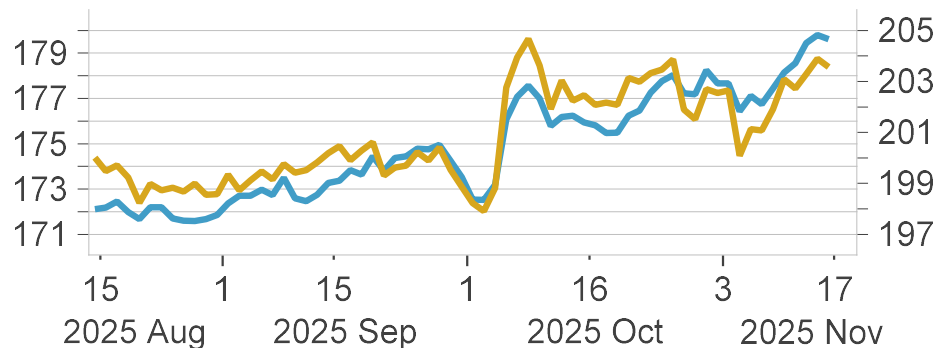
マーケットデータ① 為替市場

ユーロ、ポンドの対ドル、対円レート

【対ドルレート】



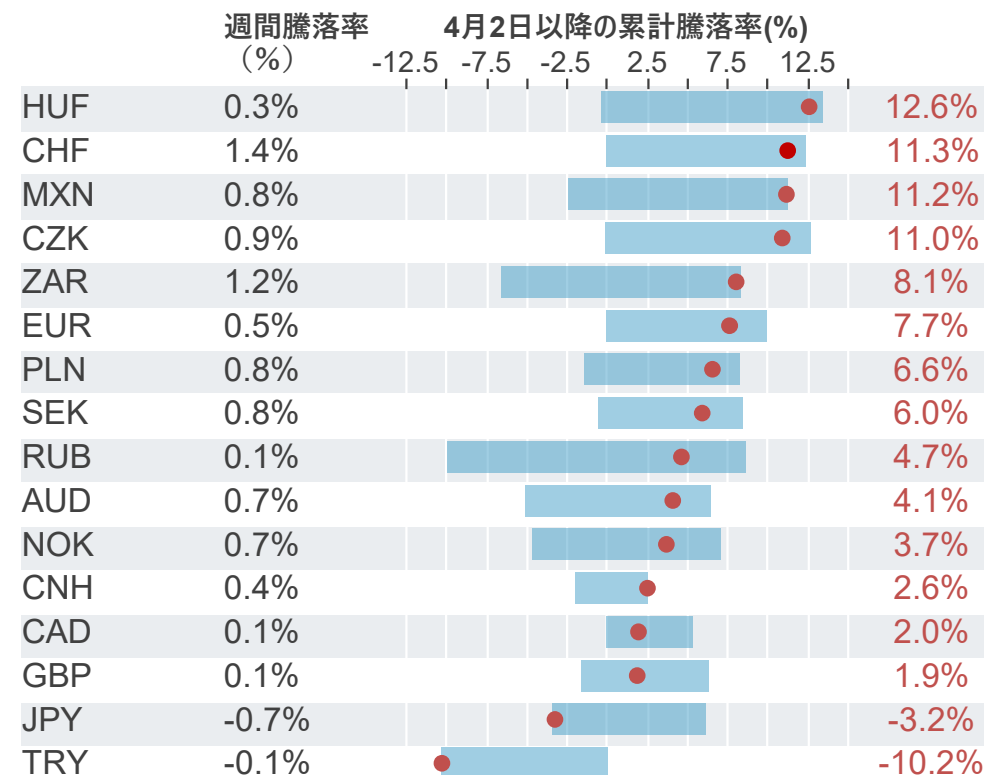
【対円レート】



— ユーロ（左軸） — 英ポンド（右軸）

Data as of 14 November 2025
(出所：ブルームバーグ、マクロボンド、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

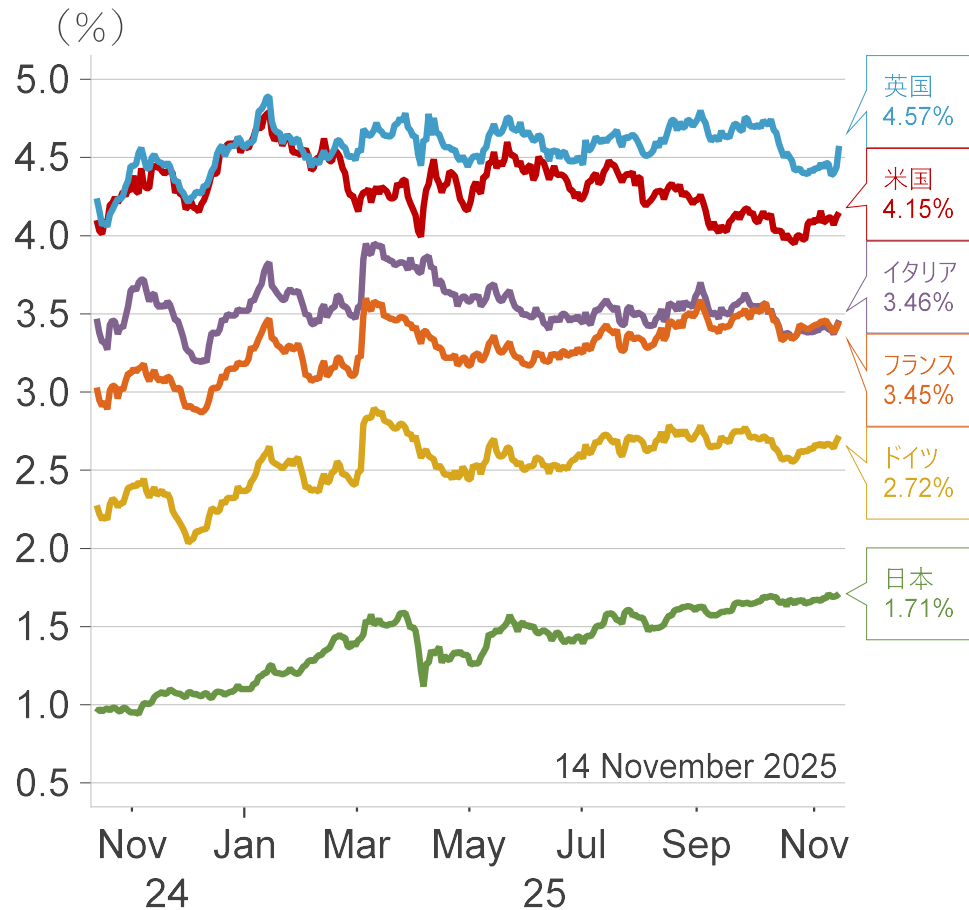


■ 4月2日以降の騰落率のレンジ ● 14 November 2025

(出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ)

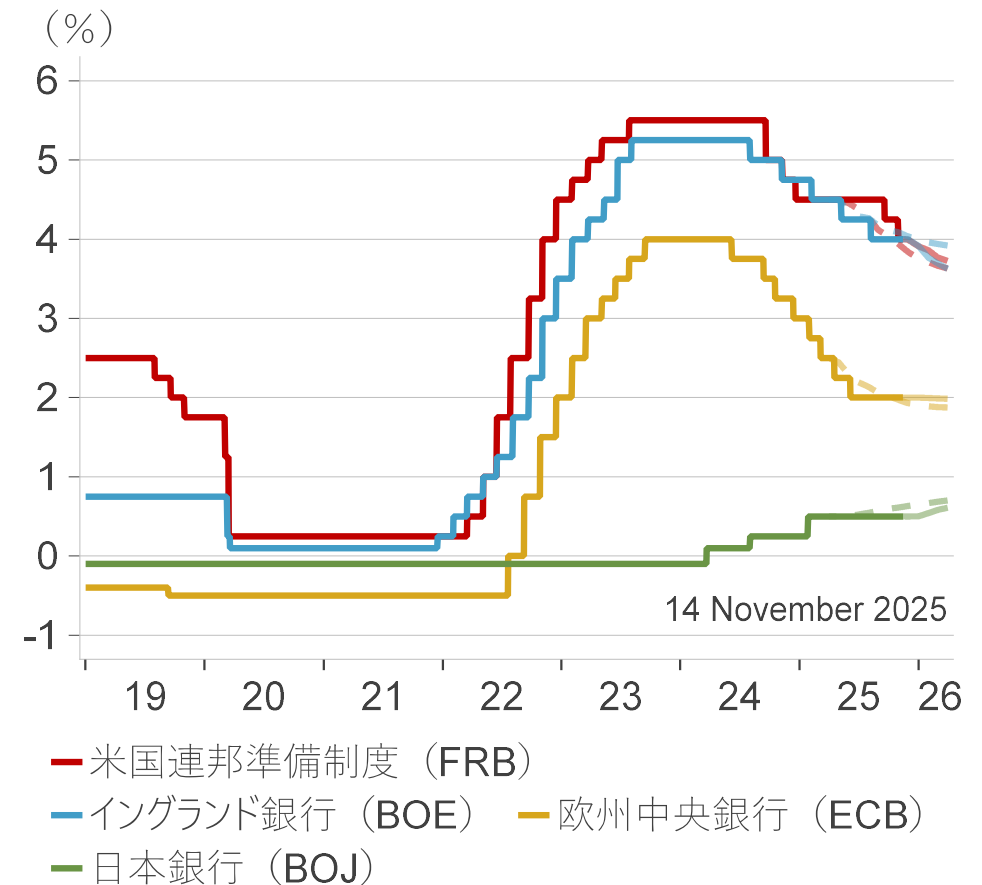
マーケットデータ② 10年国債利回り、各国政策金利

10年国債利回り



(出所：マクロボンド、みずほ)

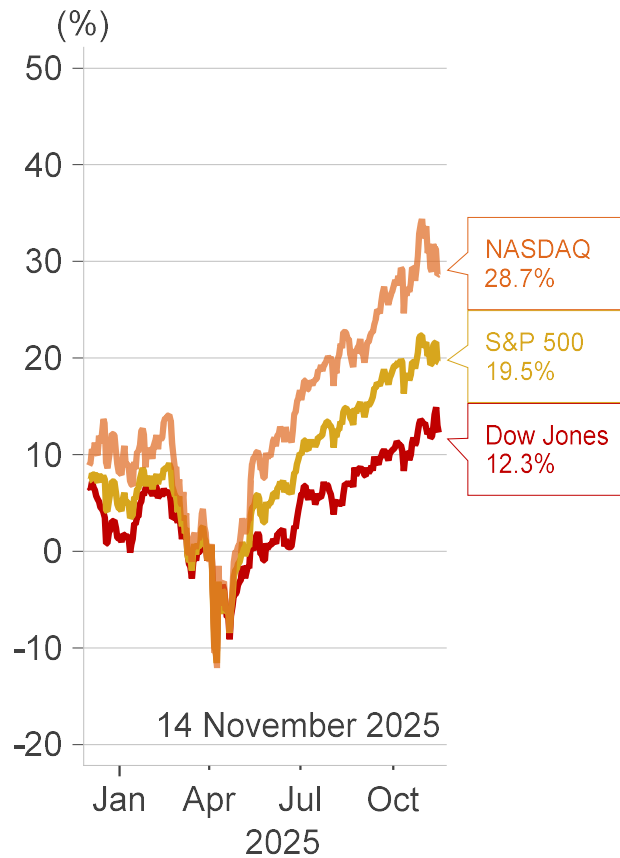
主要中央銀行 政策金利



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)

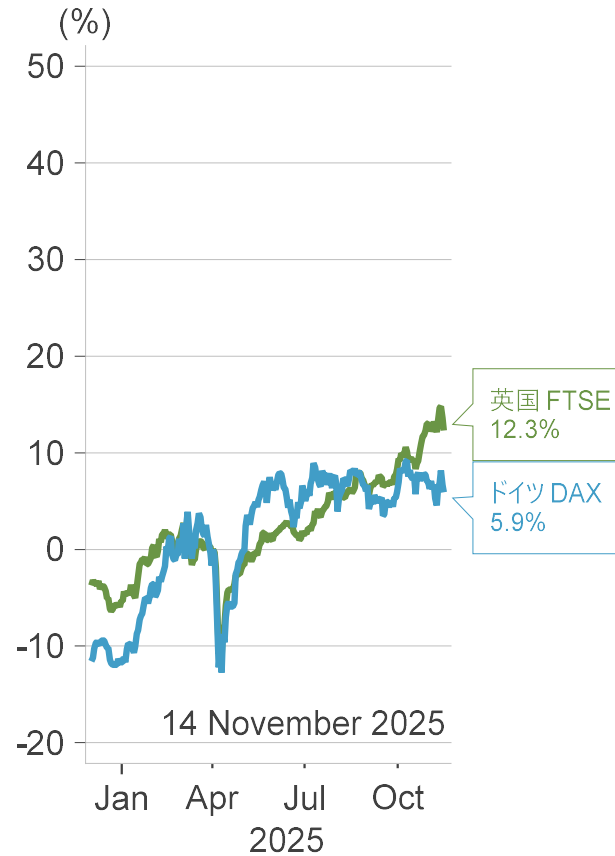
マーケットデータ③ 株式市場

米国



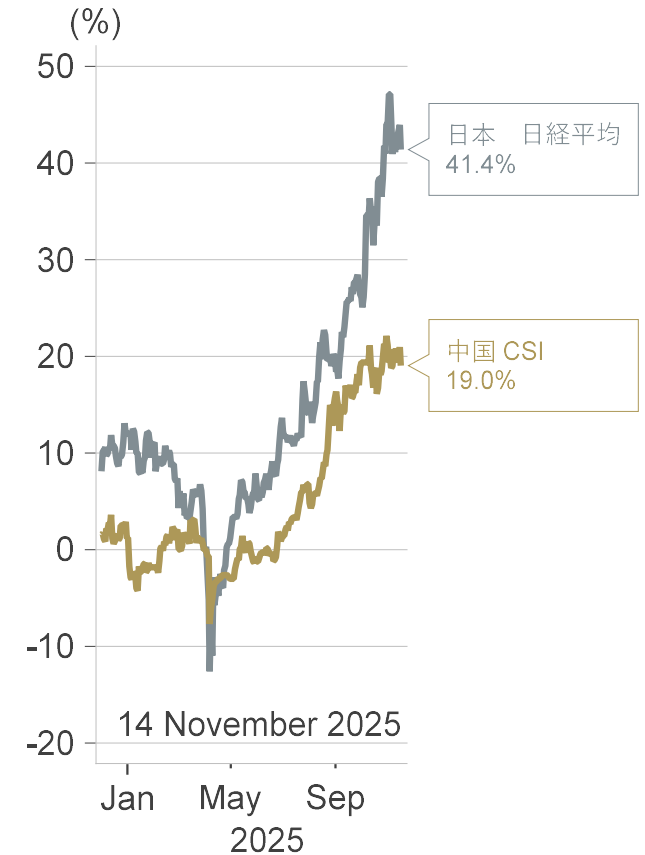
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

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）

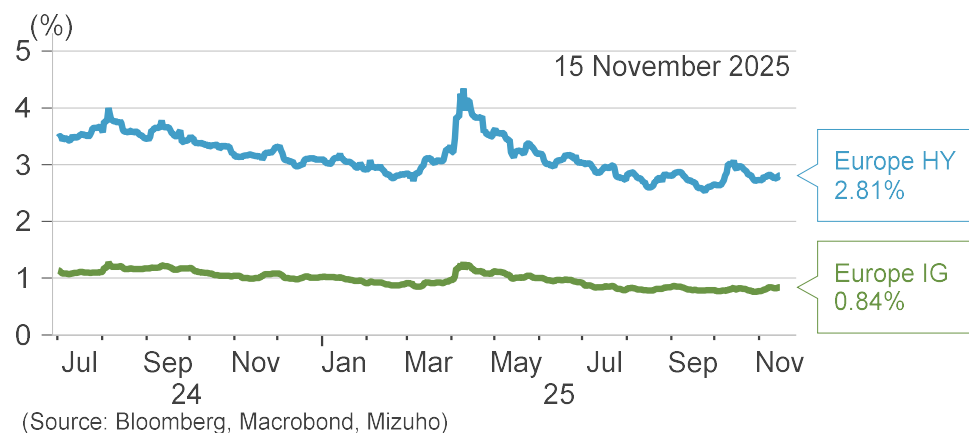
日本・中国



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

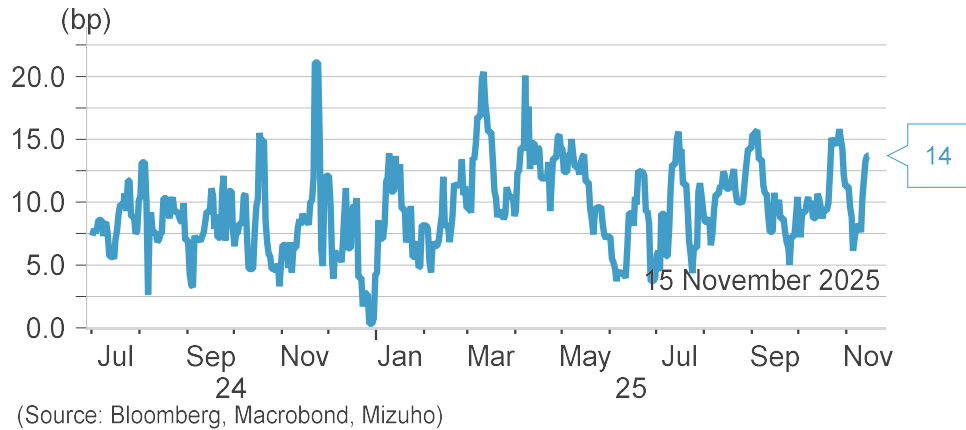


米国 レバレッジドローン

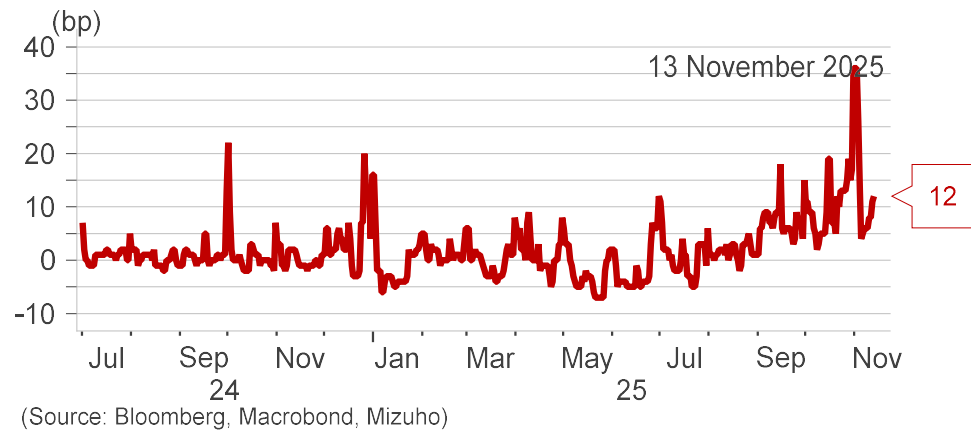


マーケットデータ⑤ 流動性、ドル調達環境

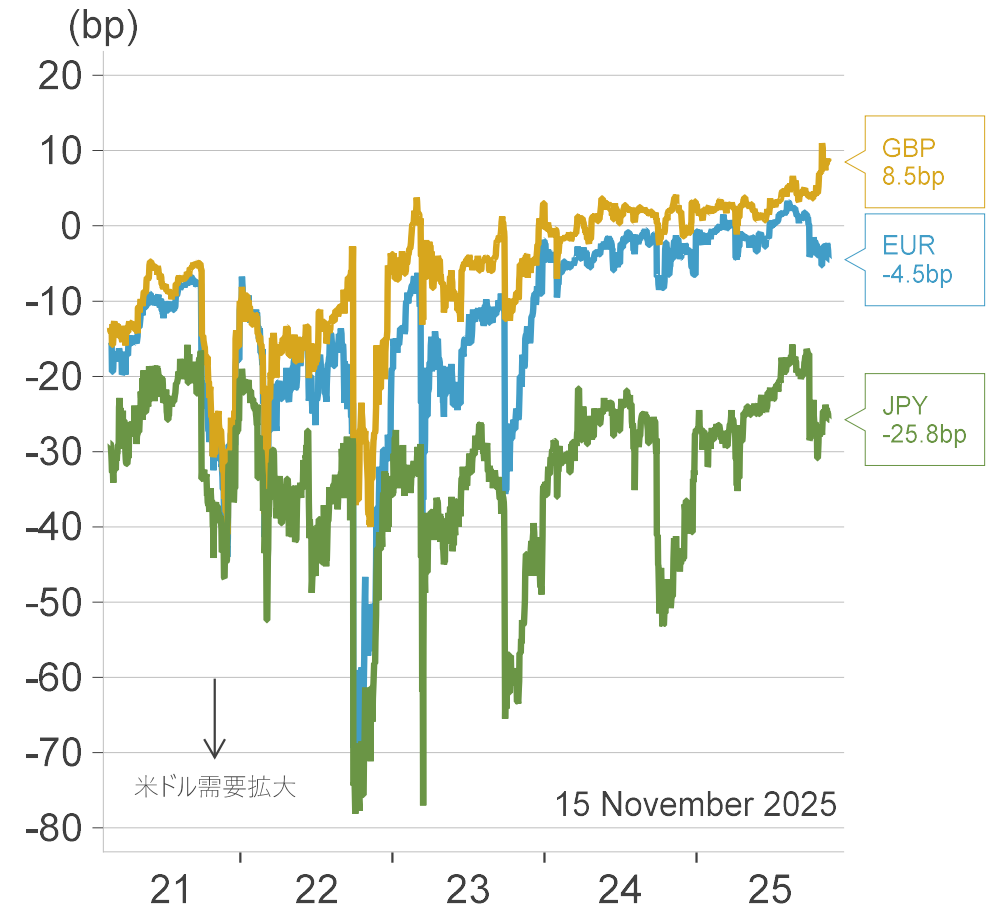
欧州 Euribor-OIS



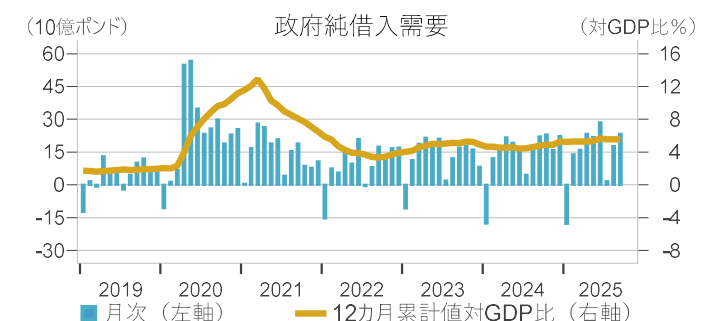
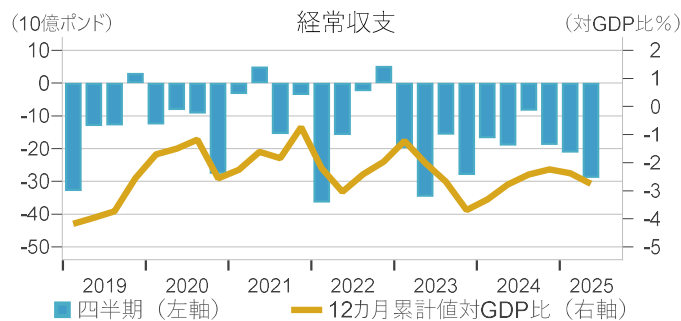
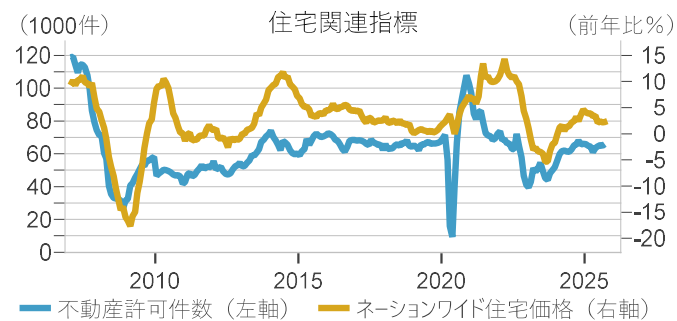
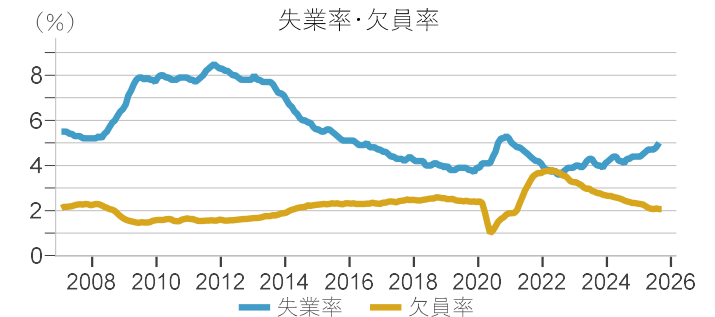
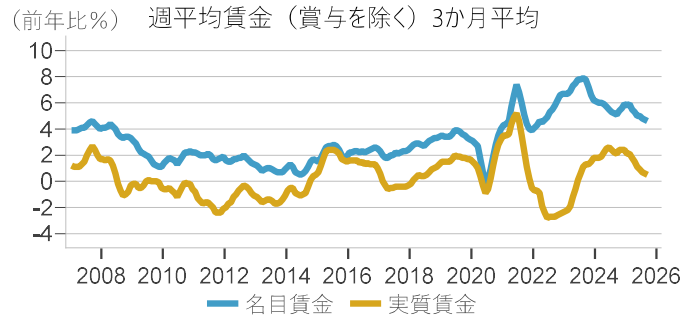
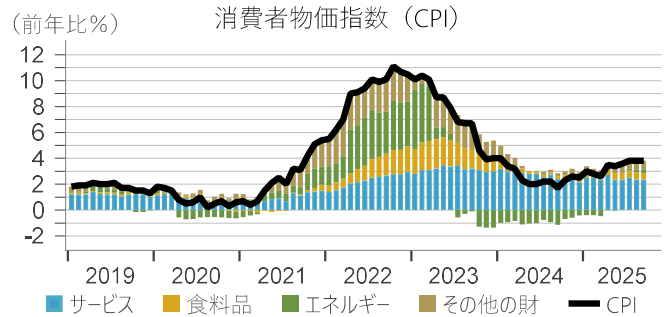
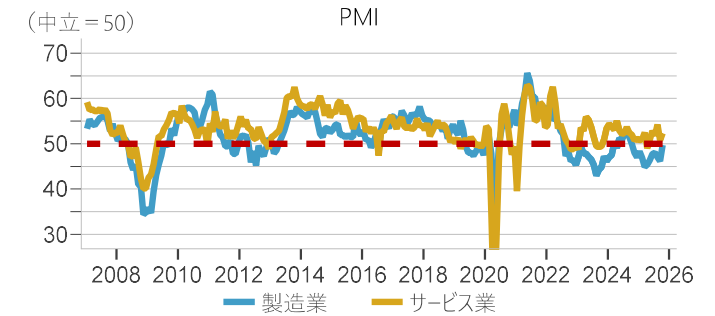
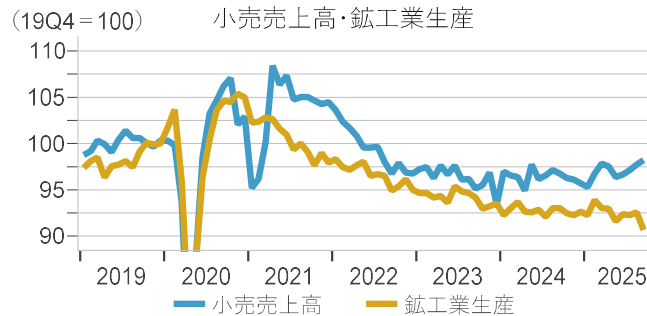
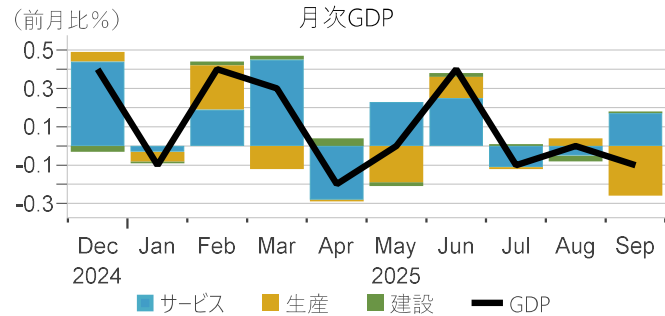
米国 SOFR-OIS



ユーロ、英ポンド、日本円 対ドル3か月ベースス

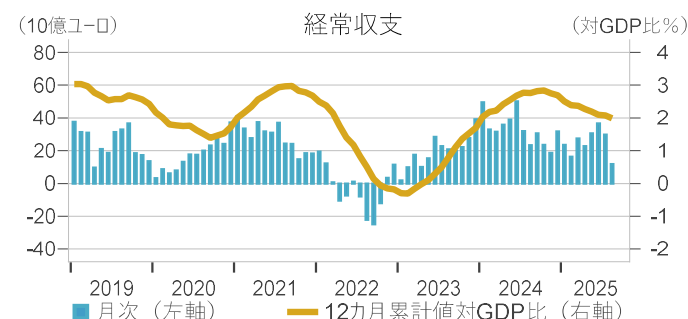
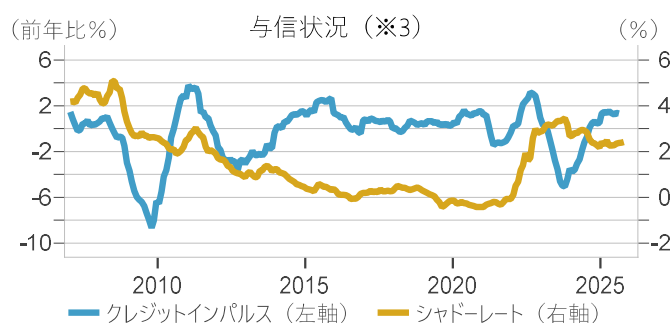
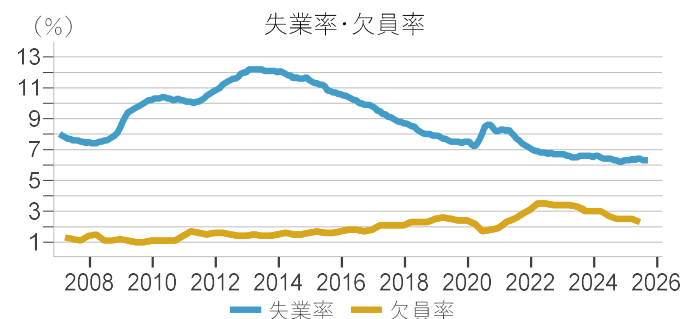
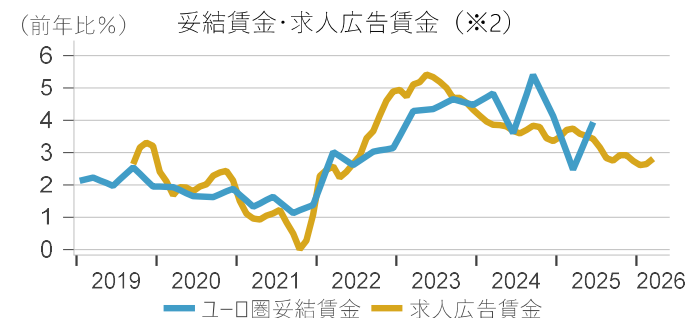
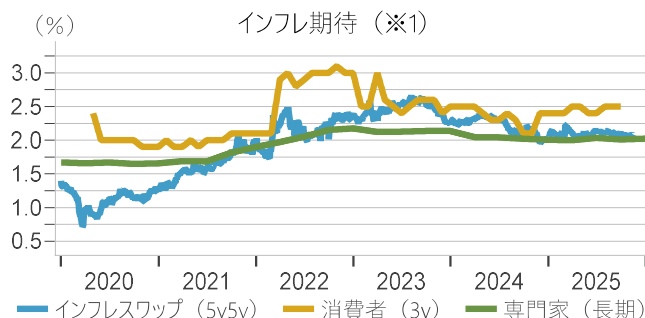
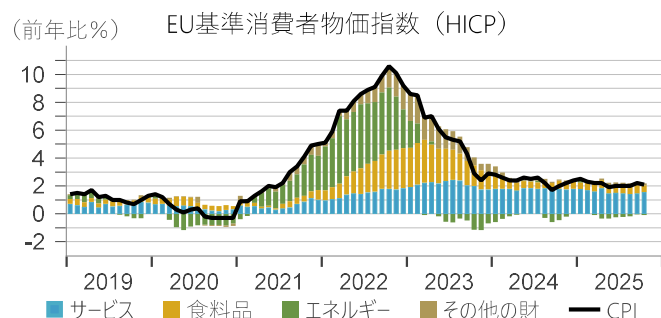
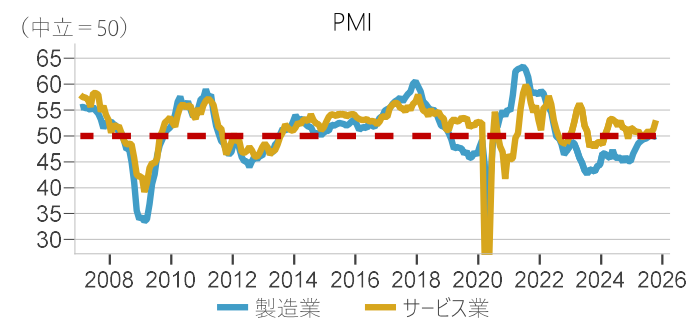
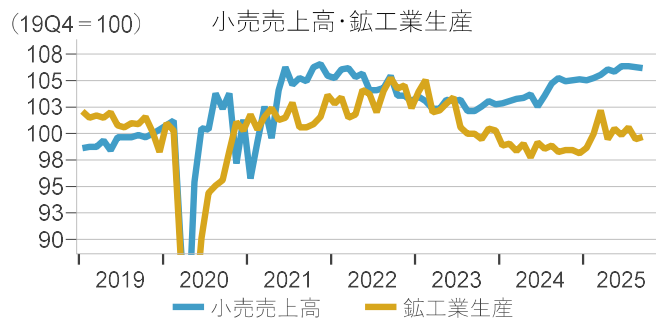
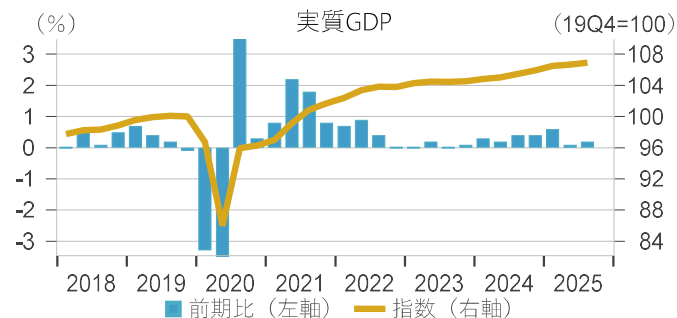


英国 主要経済指標



(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。

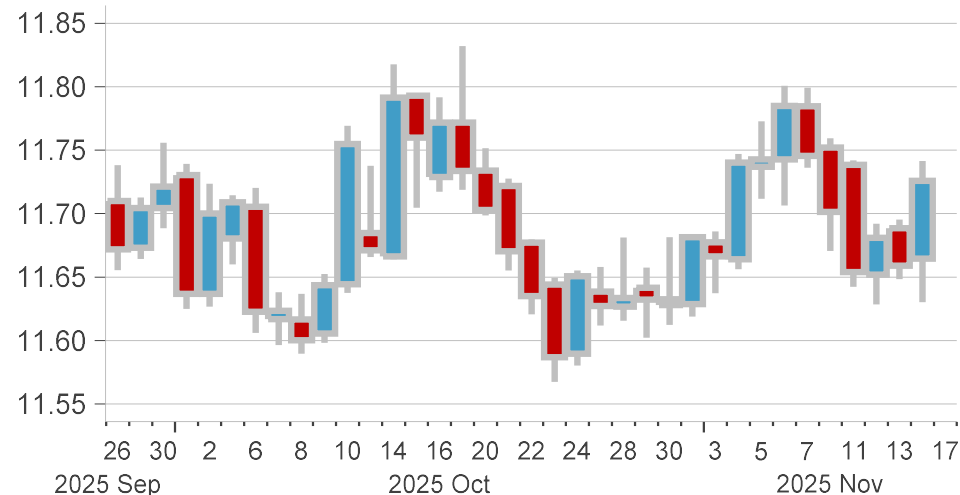
(出所：ユーロスタット、欧州中央銀行 (ECB)、Indeed、マクロボンド、みずほ)

スイスフラン、北欧通貨 マーケット指標

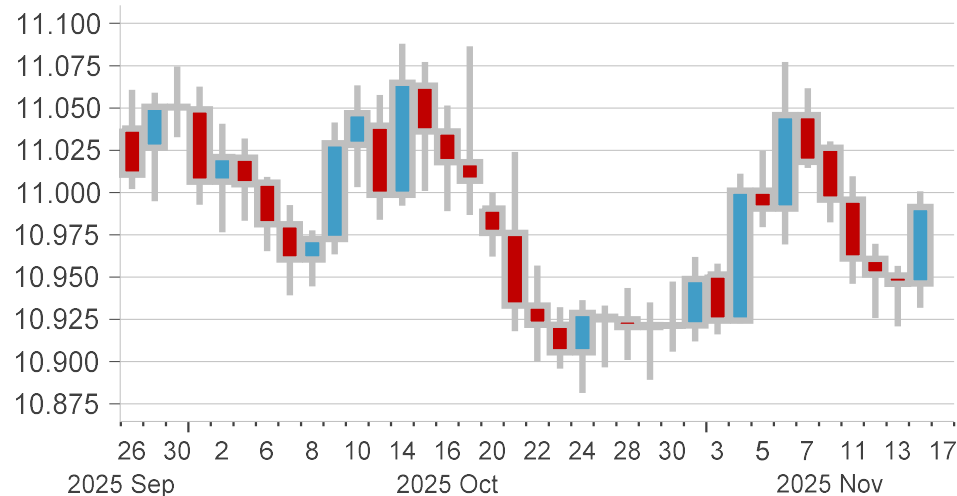
スイスフラン対ユーロ相場 (EURCHF)



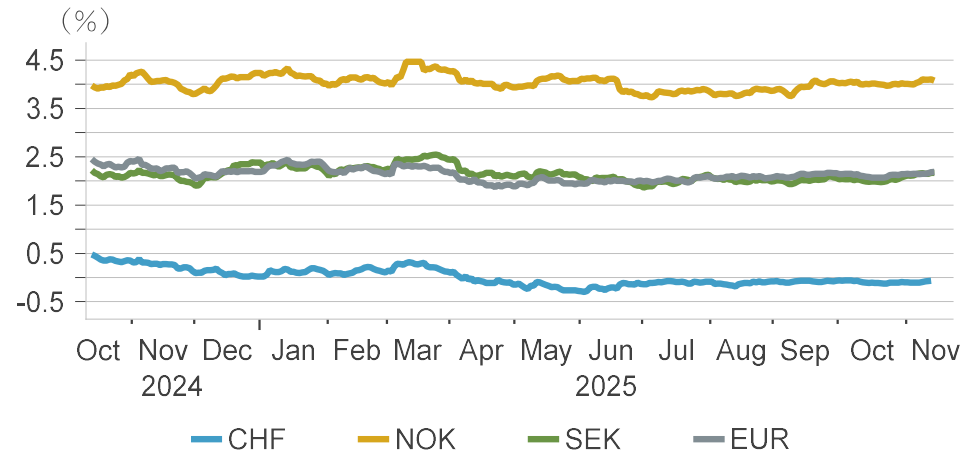
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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.