

欧州G10通貨週報

2025年11月24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・ユーロ圏経済	11月PMI速報値 : サービス業がユーロ圏を支え、英国は景気停滞の兆し(11月21日)	ドイツとフランスの製造業は弱含みながら、フランスのサービス業は15か月ぶりに回復。対照的に英国は製造業はわずかに拡大に転じたものの、サービス業の鈍化と雇用抑制が目立った。
英国経済	英国では11月26日に 予算案 を発表	英財務省は財政規律を維持しつつ約220億～300億ポンドの財源不足を埋めるため、所得税の閾値凍結延長、年金サラリーサクリフェイス優遇枠の制限、配当課税強化、高額住宅へのマンション税、EV走行距離課税、砂糖税やギャンブル税の拡大など複数の小幅増税が見込まれている。しかし、それでも財政の穴が埋まらずに、国債の増発に踏み切るのではないかという見方も報じられている。
英国経済	英国10月CPI は前年比+3.6%と9月の同+3.8%から低下。エネルギーインフレ鈍化で押し下げられるも食料価格高騰が重荷に(11月19日)	市場予想(3.5%)をやや上回ったものの、インフレ鈍化を背景に市場では「イングランド銀行の12月利下げの可能性が高まった」との見方が強まっている。もっとも、エネルギー価格の下落が押し下げ要因となった一方、食料品は依然として高止まりし、コアCPIも3.4%とわずかな減速にとどまった。サービス価格の伸びも緩やかになったが、最低賃金引き上げや税負担増が企業コストを押し上げており、物価圧力は完全には解消されていない。

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
ユーロ圏 経済	欧州委員会秋季予測 : 2025年は上方修正の一方、2026年のリスクを強調(11月17日)	秋季予測では、2025年の成長率はEU全体で1.4%、ユーロ圏で1.3%と春予測(EU1.1%、ユーロ圏0.9%)から上方修正された。一方で2026年は春予測の1.4%から1.2%へ引き下げられ、外部リスク(米国関税、地政学不安)、雇用増鈍化、人口構造の制約が成長を抑える要因として強調されている。地域差も顕著で、ポーランドやスペインなど南東欧は比較的堅調だが、ドイツやイタリアは軟調と見込まれ、域内の格差が続く構図が鮮明になった。
ユーロ圏 経済	2025年7-9月期のユーロ圏妥結賃金 は前年比+1.9%と4-6月期の+4.0%から急減速。(11月21日)	賃金の伸びが鈍化し、労働集約型のサービス部門の物価上昇も落ち着くとの欧州中央銀行(ECB)の見方を裏付ける結果に。ECBの賃金トラッカーは、ユーロ圏の賃金上昇率が2026年9月まで約2%付近で推移することを示唆している。ECBは10月に3会合連続で政策金利を2.00%で据え置いているが、今後も同水準を当面は継続する見込み。

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
フランス 政治	フランス議会は2026年度予算「収入部分」を否決。（11月22日）	否決されたのは遺産税や法人税改正、年金受給者の控除処理など税制改革を含む部分。社会保障財源や資産税改革案に対し、与野党が強く反発。404対1（棄権84）という圧倒的多数で否決された。ルコルニュ首相の政権基盤の弱さが改めて浮き彫りに。年末の法定期限（12月23日）までに妥協が成立しなければ、政府は憲法49.3条による強行採決も可能だが、首相はその意図を否定し、代わりにバイルー前政権が行ったような税制と歳出に関する既存法を覆す緊急立法の必要性が高まっている。なお、2025年度予算は最終的に翌年2月まで採択が遅れた前例がある。
スイス 金融政策	スイス国立銀行（SNB）のシュレーゲル総裁は必要があれば再びマイナス金利導入も辞さずと発言。（11月21日）	スイスフランの過度な上昇や輸出への悪影響、米国からの高関税によって成長リスクが高まる中での発言。もっとも、マイナス金利の再導入には「極めて高いハードルがある」としている。マイナス金利が預金者や年金基金に与える副作用への懸念から市場では政策金利の据え置きが見込まれている。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「財政拡大は本当にインフレを招くのか？欧州と日本の感度差」

今週11月26日には、英国で予算案の発表を控えていますが、国債の増発に踏み切るのではないかという見方が広がっています。リープス財務相は、世論や労働党内の反発を受け、6月には福祉改革を断念し、11月には所得税率引き上げを撤回しました。財政規律をどう維持しながら政策を進めるのかが注目されています。

一方、日本では11月21日に、新型コロナ危機以来最大となる21.3兆円規模の経済対策が発表されました。この前後でロンドンの投資家から多くの問い合わせがありましたが、代表的な質問として、最近の報道を踏まえた国債発行額の増減予想、来年度の財政赤字の見通し、そして財政刺激が成長に与える影響や赤字の深刻度をどう評価すべきか（英国のリズ・トラス政権のような危機的状況に近いのか）といった点が挙げられます。

債券投資家らしく国債の需給を意識する質問が多かったほか、経済対策を受けて日本の財政赤字がどうなるのかを気にする質問が複数寄せられたのが印象的でした。政府見解では、政府総債務対GDP比率は今後低下していく見通しであり、財政規律も意識した内容になっていることを説明しましたが、投資家に単年度の財政収支を気にする背景を尋ねると、「他国との比較をしたいから」という答えが返ってきました。欧州の投資家にとって、日本国債は数ある投資対象の一つに過ぎないことを改めて感じさせられます。

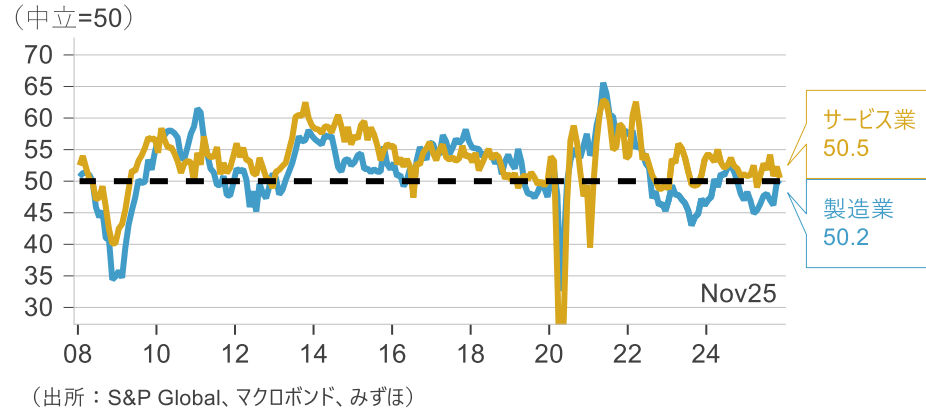
「2022年のトラス政権のような状況にならないのか」という質問は定番で、日本と英国の違いとして、国際収支構造の違い（日本は経常黒字）、国債保有のバッファーとなる多額の国内貯蓄、英国特有の年金のレバレッジ投資（LDI）が日本には存在しないことなどを説明しています。それでも、英国の情勢とリンクさせながら考える投資家が多いことを強く感じます。

さらに、経済対策や補正予算に並んで、日銀の金融政策への関心も引き続き高い状況です。足元では円安や長期金利の上昇が目立っていますが、日本の経済状況が必ずしも深刻とは言えない中で（第3四半期はマイナス成長でしたが）、新型コロナ危機以来最大となる大規模な経済対策を実施したことによるインフレ加速への懸念が背景にあるという見方も根強いです。理論的には正しいのですが、今回の経済対策にはガソリンや電気料金の補助も含まれており、それ自体インフレ率を押し下げる効果がありますし、日本は長年デフレに苦しんできた経緯があり、容易に人々のインフレ期待が押し上げられない点も指摘されます。本当にコントロール不可能なほどのインフレが来るのかという点については、そうしたシナリオで日銀の早期利上げ論を唱える投資家や同僚を横目に、私自身はあまり腑に落ちない面もあります。

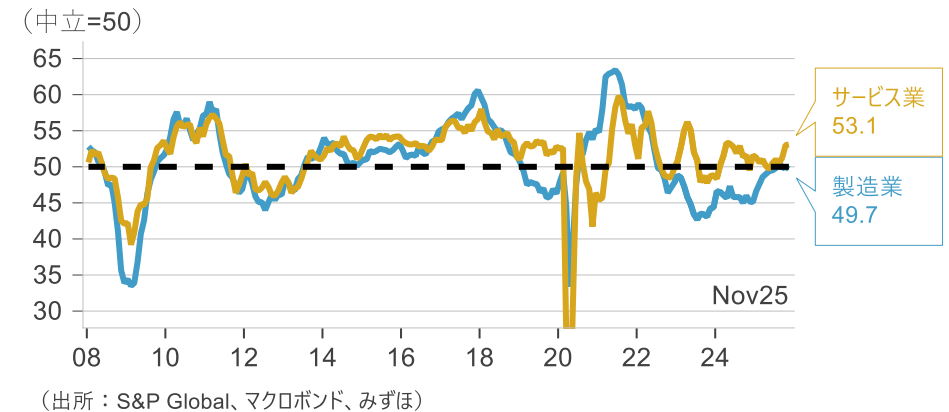
欧州では大規模な財政拡大＝インフレという反応が強い一方、日本では長年のデフレの経験や補助策の存在から、そのリスクを過度に懸念する必要はないという見方が根強い、と言えるでしょう。この感度差こそ、両地域の市場心理の違いを象徴しているように思われます。

11月PMI速報値：サービス業がユーロ圏を支え、英国は景気停滞の兆し（11月21日）

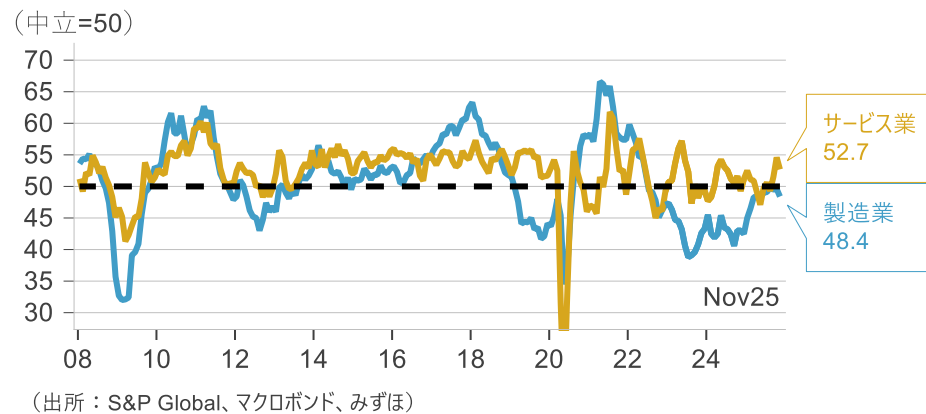
英国



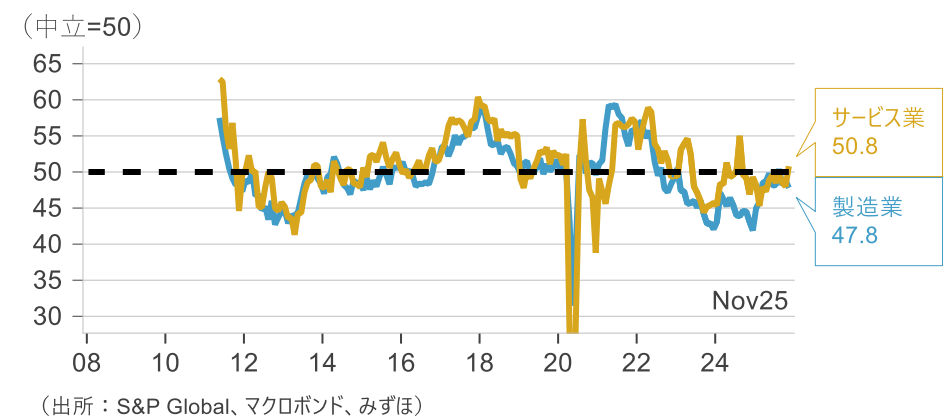
ユーロ圏



ドイツ












フランス



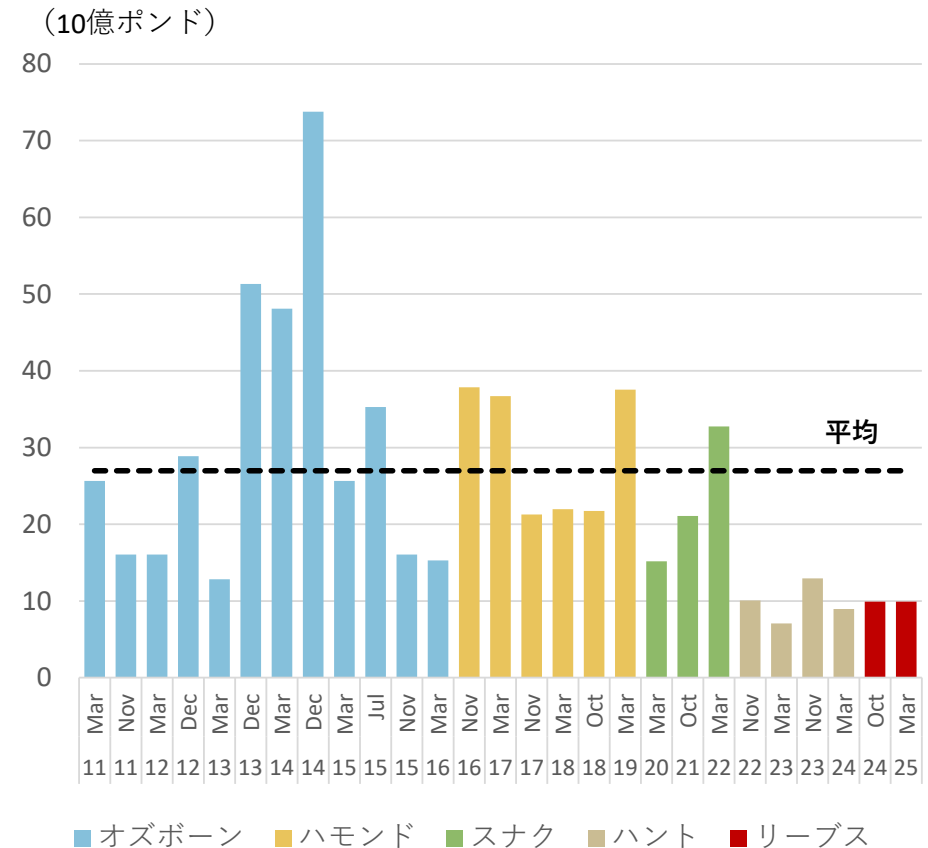
ドイツとフランスの製造業は弱含みながら、フランスのサービス業は15か月ぶりに回復。対照的に英国は製造業はわずかに拡大に転じたものの、サービス業の鈍化と雇用抑制が目立った。

英国では11月26日に予算案を発表

予算案の増税措置として取りざたされているもの

所得税  関値凍結を 2030年ま で延長	不動産税  高価物件の カウンスルトックス 再評価 200万ポンド超住宅への マンション税 印紙税廃止→完主課税へ
年金ISA  サラリーサクリ フェイス使連枠 2,000ポンド に制限	相続税  生前贈与の生涯上限設定 レジテンス・ニルレート バンド廃止 7年ルール縮小
貯蓄・投資  キャッシュISA 上限12,000 ポンドに引き 下げ	富裕税・その他  タクシー税 (VAT拡大、 最大15%値上げ) ミルクセーキ税 砂糖税拡大、2027年4月～ ギャンブル税(増税見込み) 観光税(ホテル・民泊宿泊に 5%課税案)
自動車関連税  走行距離課税 燃料税引き上	 

英国 財政余地（ヘッドルーム）

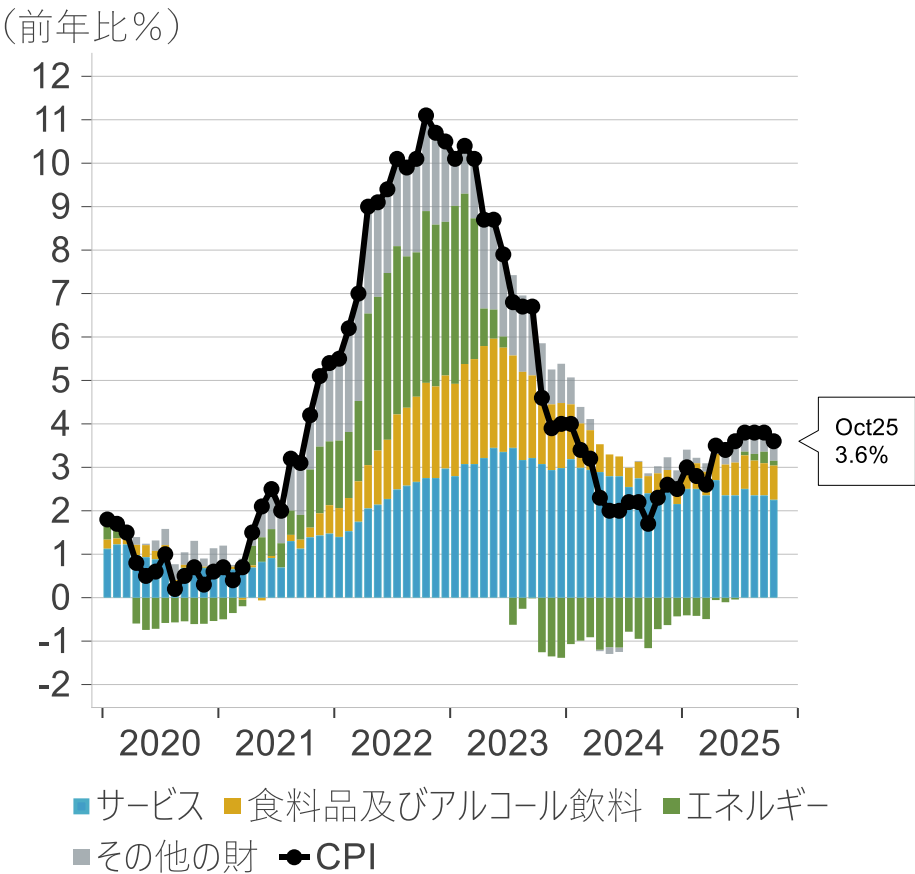


(出所：英予算責任庁（OBR）、みずほ)

英財務省は財政規律を維持しつつ約220億～300億ポンドの財源不足を埋めるため、所得税の関値凍結延長、年金サラリーサクリフェイス優遇枠の制限、配当課税強化、高額住宅へのマンション税、EV走行距離課税、砂糖税やギャンブル税の拡大など複数の小幅増税が見込まれている。しかし、それでも財政の穴が埋まらずに、国債の増発に踏み切るのではないかとという見方も報じられている。

英国10月CPIは前年比+3.6%と9月の同+3.8%から低下。エネルギーインフレ鈍化で押し下げられるも食料価格高騰が重荷に（11月19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

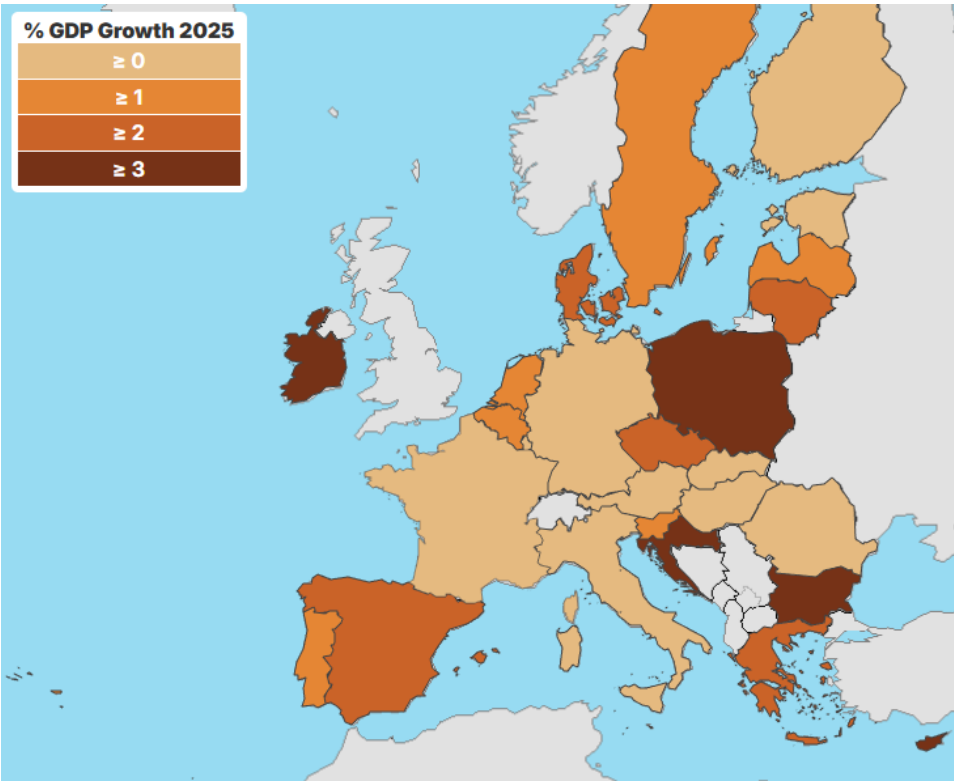
	ウェイト	Jul25	Aug25	Sep25	Oct25
総合	100.0	3.8	3.8	3.8	3.6
食料及び非アルコール飲料	11.3	4.9	5.1	4.5	4.9
アルコール飲料及びたばこ	3.9	5.7	5.9	5.8	5.9
被服及び履物	6.0	0.3	0.2	0.5	0.3
住宅・住宅サービス	12.8	7.4	7.4	7.3	5.2
家具・家事用品	5.8	0.7	0.8	0.4	0.3
保険医療	2.8	3.5	3.4	3.5	2.7
交通	13.2	3.2	2.4	3.8	3.8
通信	2.4	6.1	6.1	4.7	4.3
娯楽	14.9	3.4	3.2	2.7	2.9
教育	3.2	7.5	7.5	7.2	7.6
レストラン・ホテル	13.7	3.4	3.8	3.9	3.8
その他財・サービス	10.0	2.2	2.3	2.0	2.3
【財・サービス分類】 財	49.9	2.7	2.8	2.9	2.6
食料・アルコール飲料・たばこ	15.1	5.1	5.3	4.9	5.2
エネルギー	6.2	1.4	2.5	4.3	1.8
【財・サービス分類】 サービス	50.1	5.0	4.7	4.7	4.5
コアCPI	78.7	3.8	3.6	3.5	3.4

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)

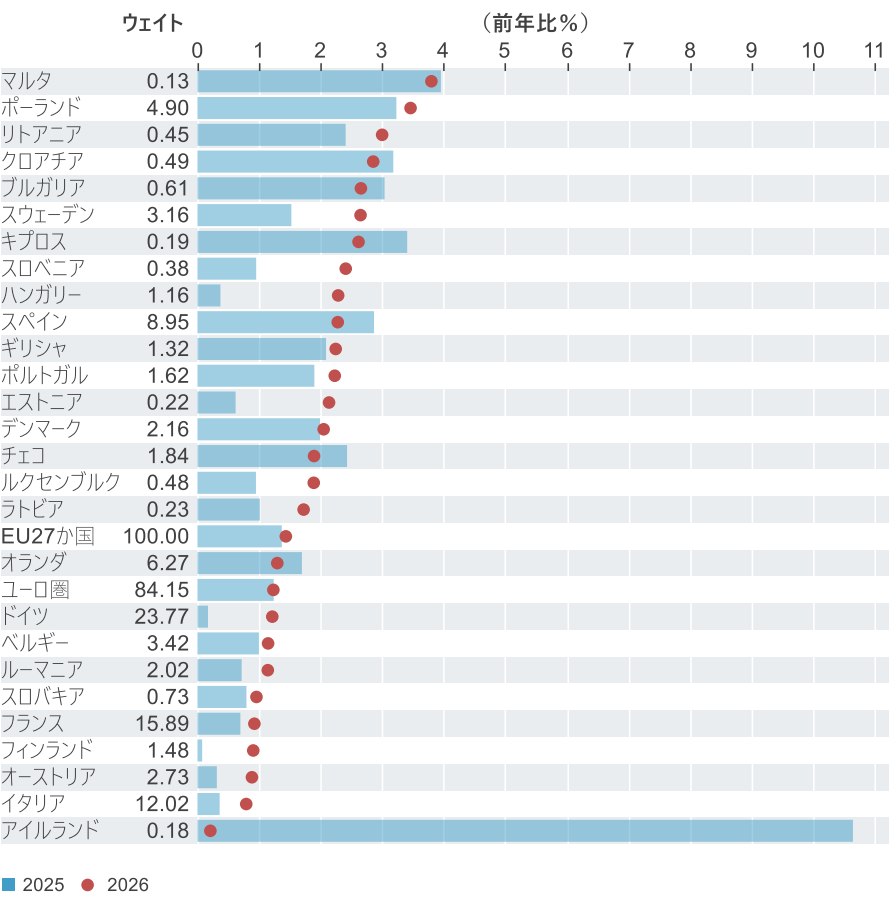
市場予想（3.5%）をやや上回ったものの、インフレ鈍化を背景に市場では「イングランド銀行の12月利下げの可能性が高まった」との見方が強まっている。もっとも、エネルギー価格の下落が押し下げ要因となった一方、食料品は依然として高止まりし、コアCPIも3.4%とわずかな減速にとどまった。サービス価格の伸びも緩やかになったが、最低賃金引き上げや税負担増が企業コストを押し上げており、物価圧力は完全には解消されていない。

欧州委員会秋季予測：2025年は上方修正の一方、2026年のリスクを強調（11月17日）

欧州委員会2025年実質GDP成長率見通し（11月17日）



各国・地域 実質GDP成長率見通し

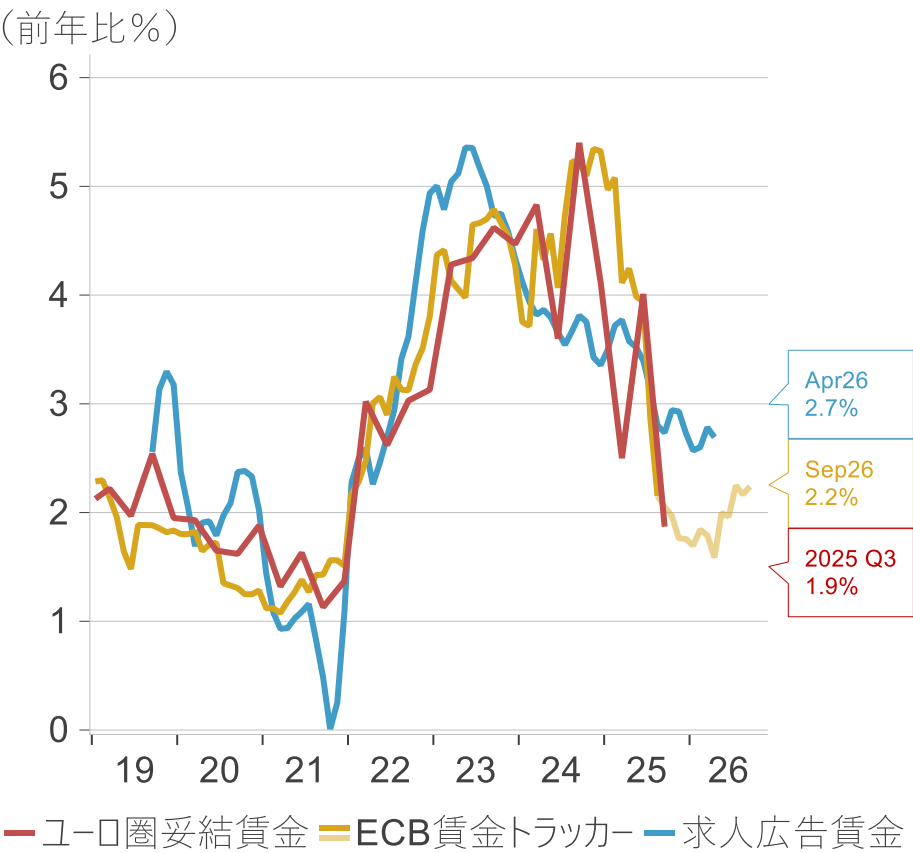


注：ウェイトはEU27か国に占める名目GDPのシェア。2026年時点。
（出所：欧州委員会、マクロボンド、みずほ）

秋季予測では、2025年の成長率はEU全体で1.4%、ユーロ圏で1.3%と春予測（EU1.1%、ユーロ圏0.9%）から上方修正された。一方で2026年は春予測の1.4%から1.2%へ引き下げられ、外部リスク（米国関税、地政学不安）、雇用増鈍化、人口構造の制約が成長を抑える要因として強調されている。地域差も顕著で、ポーランドやスペインなど南東欧は比較的堅調だが、ドイツやイタリアは軟調と見込まれ、域内の格差が続く構図が鮮明になった。

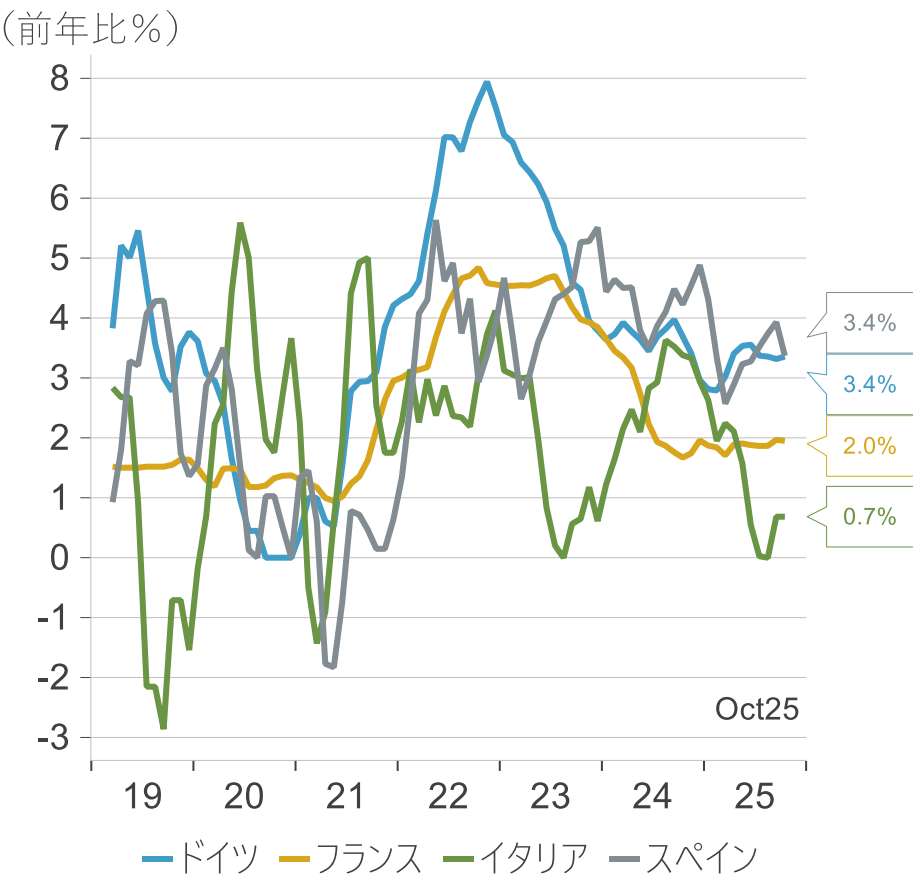
2025年7-9月期のユーロ圏妥結賃金は前年比+1.9%と4-6月期の+4.0%から急減速。（11月21日）

ユーロ圏妥結賃金とIndeed求人広告賃金



注：求人広告賃金は3か月平均値。グラフは6か月先行させている。
(出所：ユーロスタット、マクロボンド、みずほ)

Indeed求人広告賃金（国ごと）



(出所：インディード、マクロボンド、みずほ)

賃金の伸びが鈍化し、労働集約型のサービス部門の物価上昇も落ち着くと欧州中央銀行（ECB）の見方を裏付ける結果に。ECBの賃金トラッカーは、ユーロ圏の賃金上昇率が2026年9月まで約2%付近で推移することを示唆している。ECBは10月に3会合連続で政策金利を2.00%で据え置いているが、今後も同水準を当面は継続する見込み。

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。リープ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目立っている。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プス財務相の交代観測も拭えていない。
- 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だ。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。

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る。

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

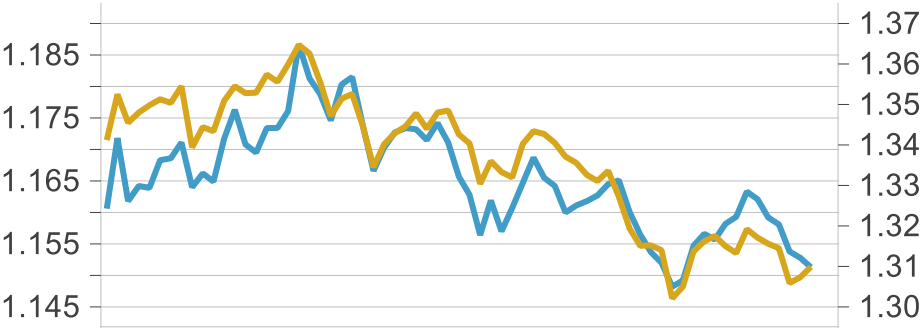
- スウェーデンクローナは10月に対ユーロで0.8%上昇した。欧州域内の政治的不透明感や米国経済指標の弱さを背景に、相対的に安定したスウェーデン経済への信頼が高まったことが一因と見られる。
- リクスバンク（中央銀行）は11月5日に金融政策決定会合を控えるが、同中銀は9月会合で利下げ後、当面は政策金利を維持する方針を示している。その後の経済指標でこの方針を覆すものは見当たらず、おそらく無風の会合となる可能性が高い。

マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

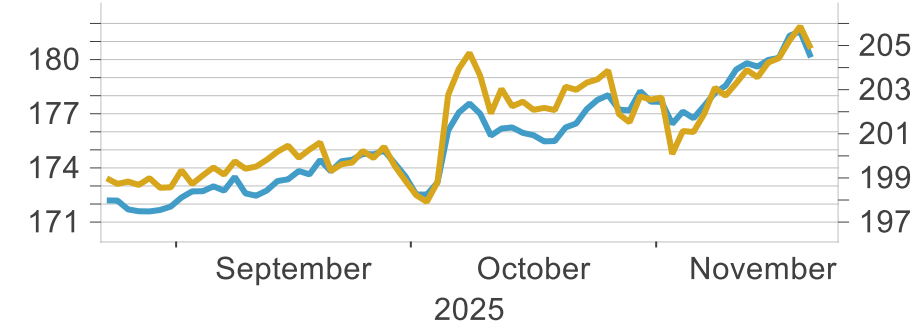
マーケットデータ① 為替市場

ユーロ、ポンドの対ドル、対円レート

【対ドルレート】



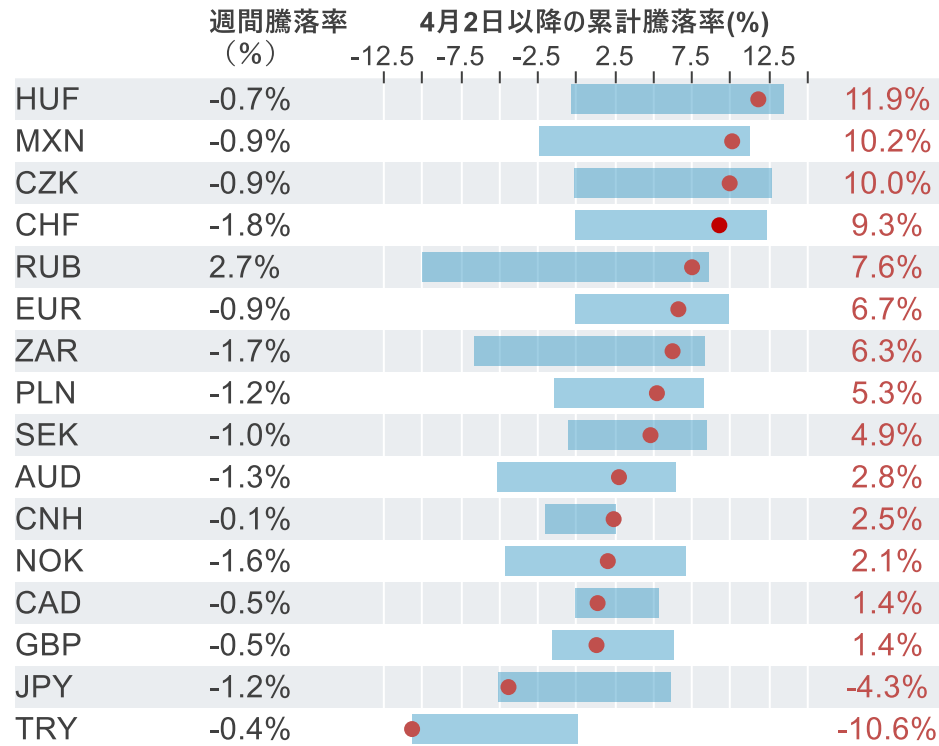
【対円レート】



— ユーロ (左軸) — 英ポンド (右軸)

Data as of 21 November 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

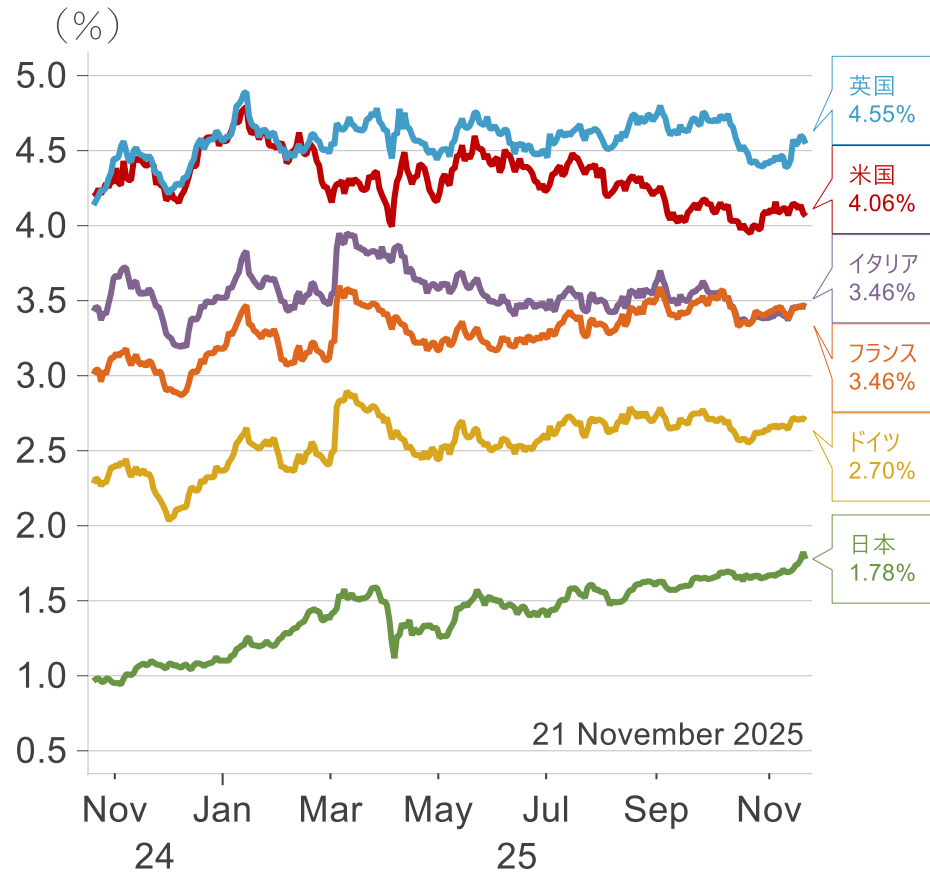


■ 4月2日以降の騰落率のレンジ ● 21 November 2025

(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

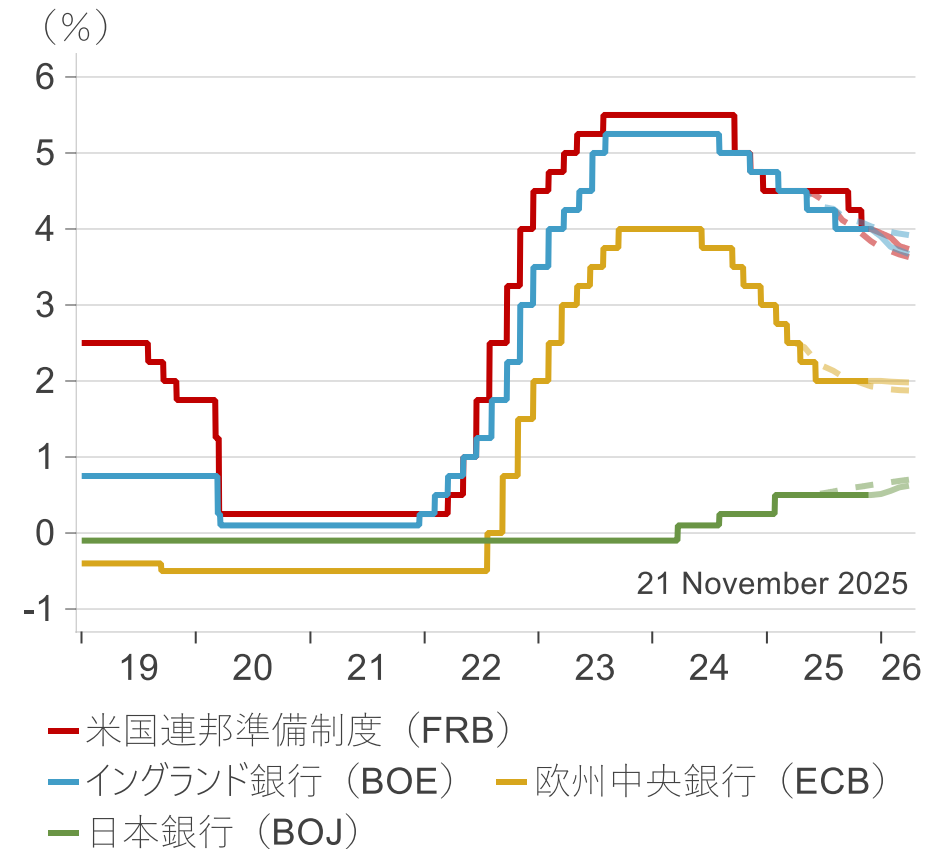
マーケットデータ② 10年国債利回り、各国政策金利

10年国債利回り



(出所：マクロボンド、みずほ)

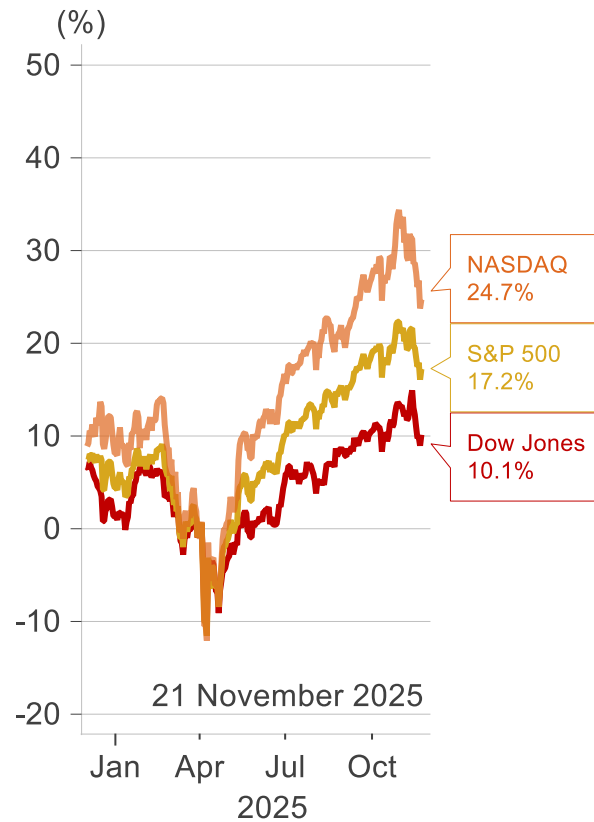
主要中央銀行 政策金利



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)

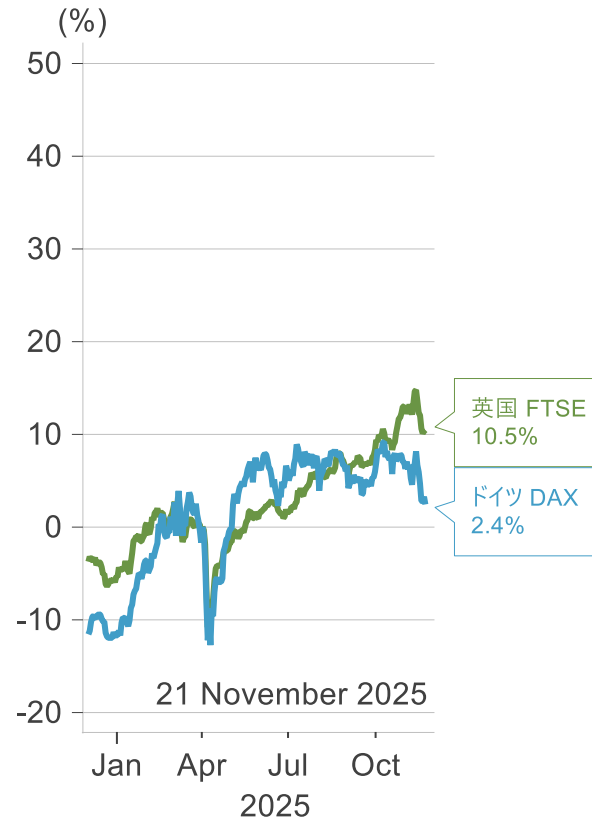
マーケットデータ③ 株式市場

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）

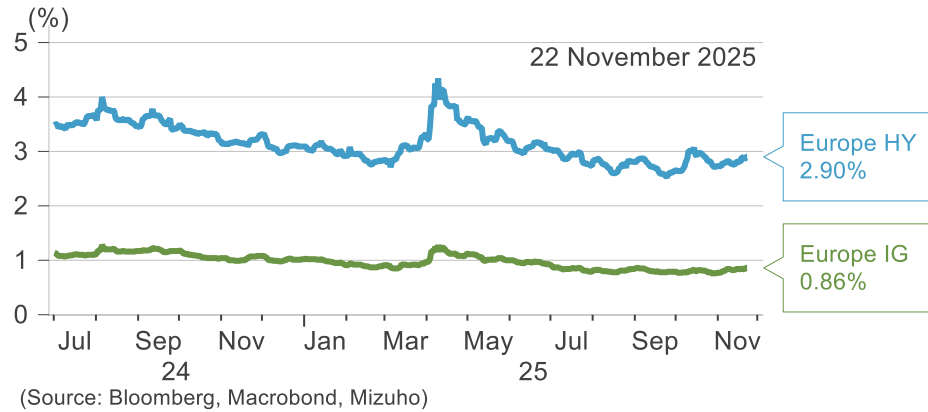
日本・中国



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

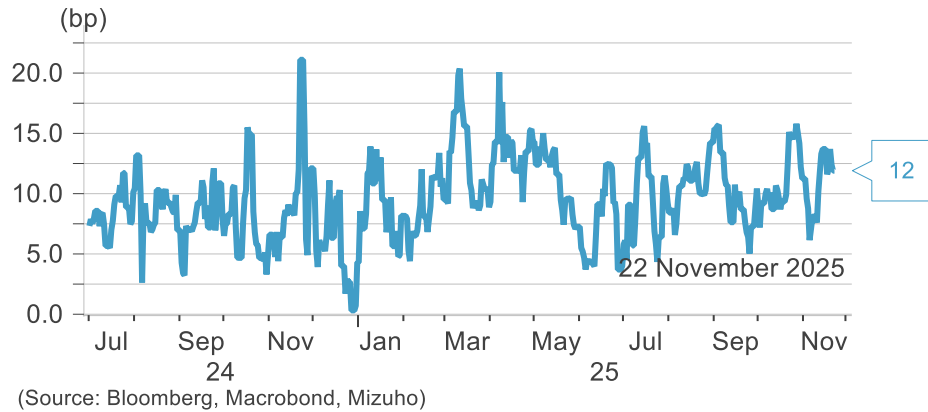


米国 レバレッジドローン

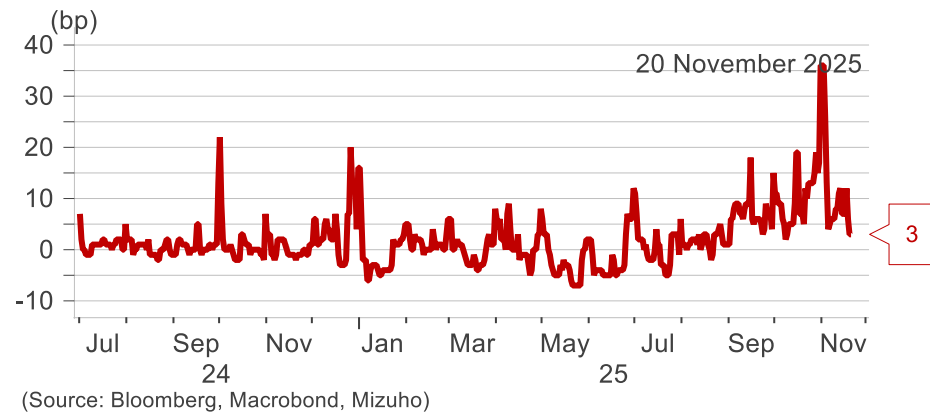


マーケットデータ⑤ 流動性、ドル調達環境

欧州 Euribor-OIS



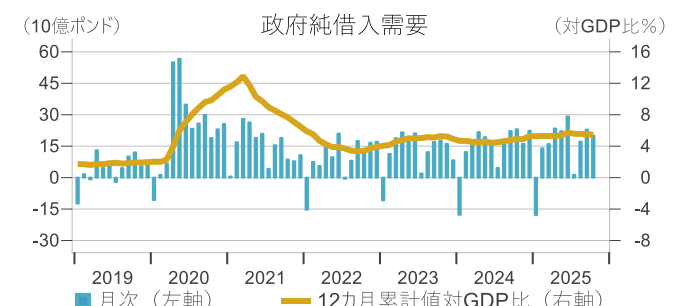
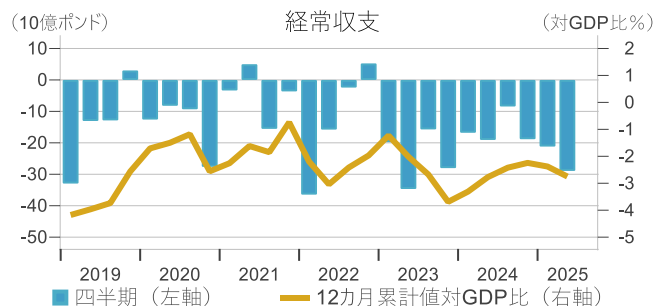
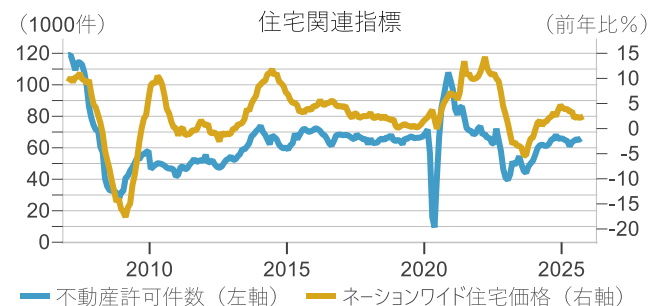
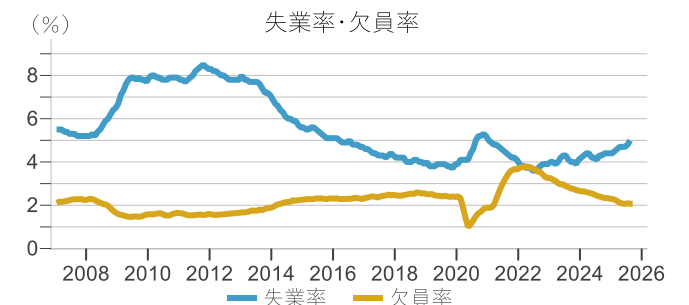
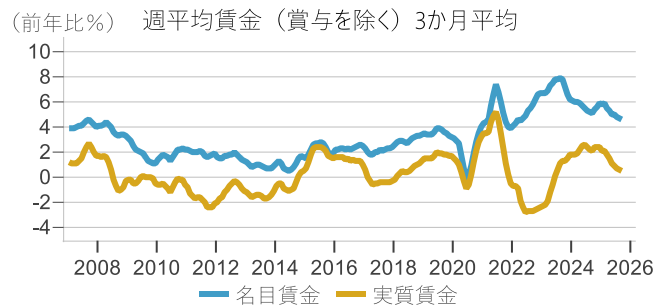
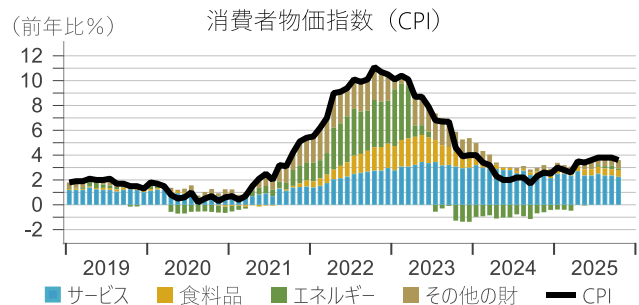
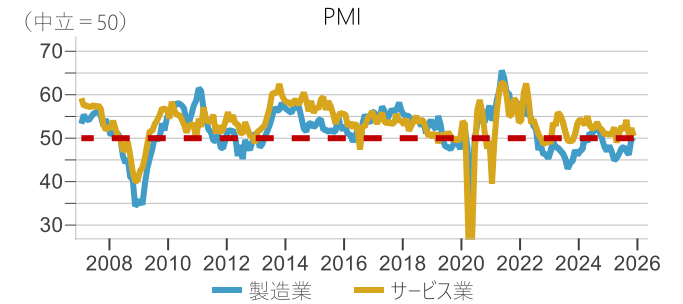
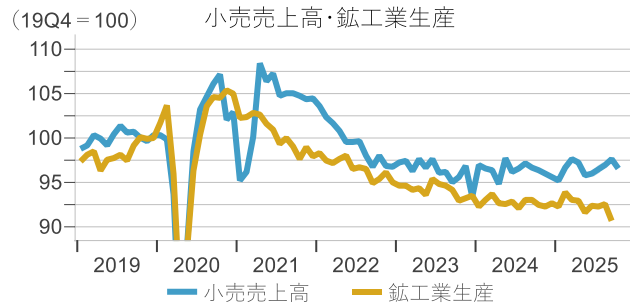
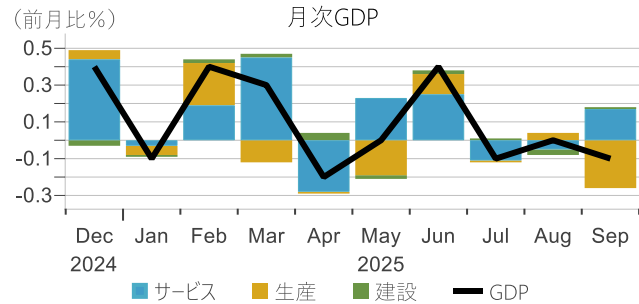
米国 SOFR-OIS



ユーロ、英ポンド、日本円 対ドル3か月ベースス

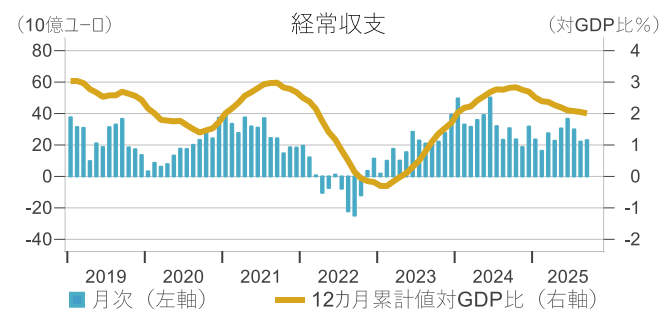
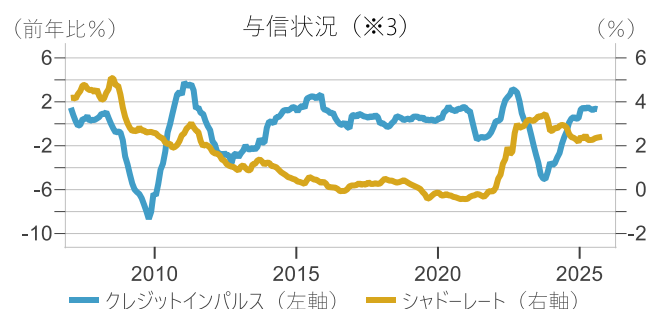
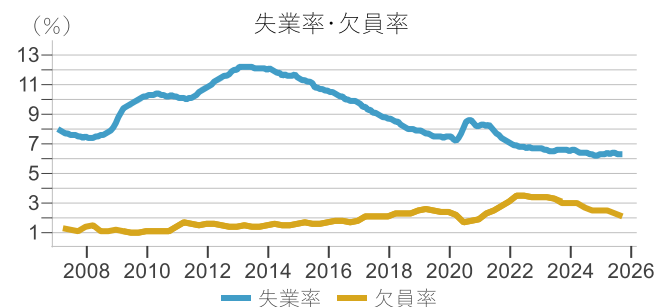
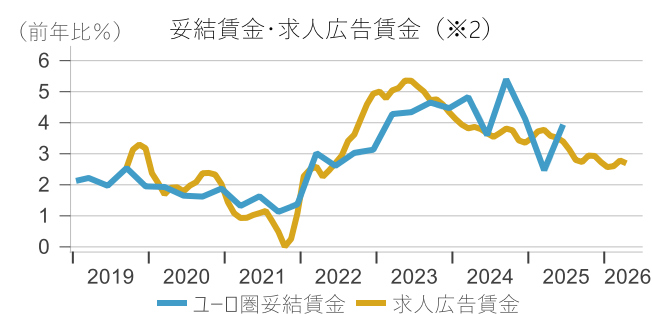
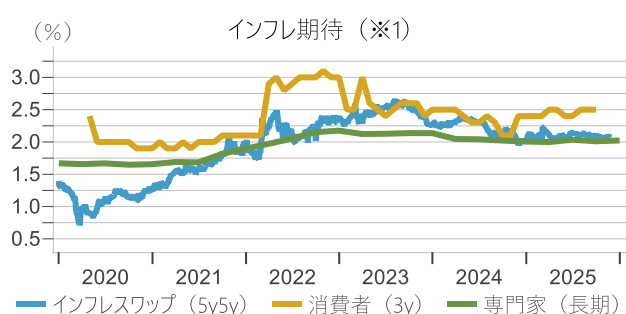
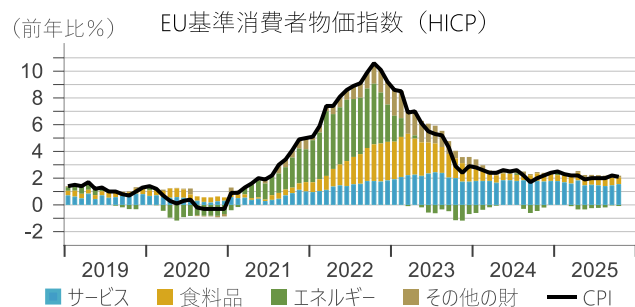
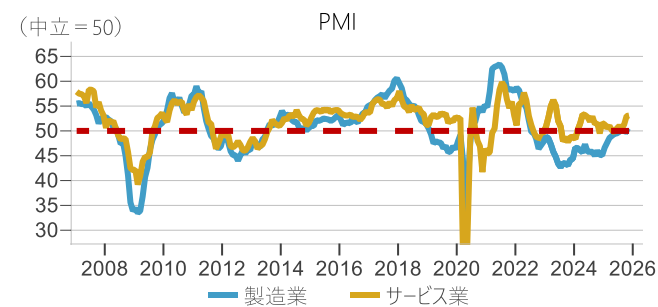
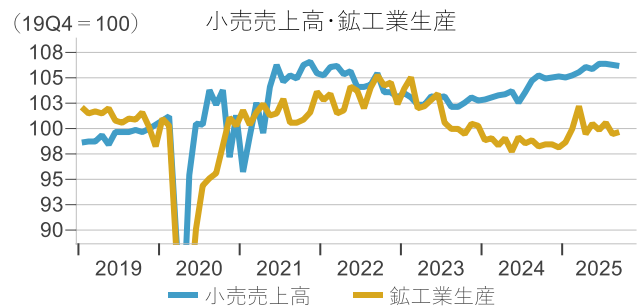
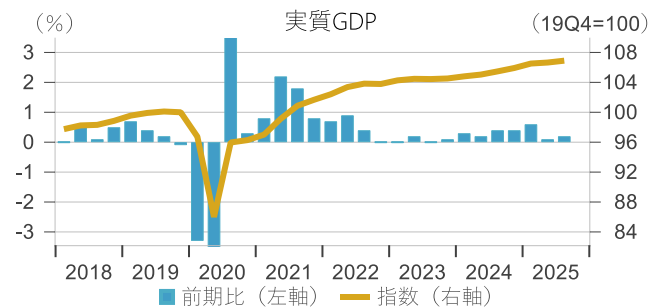


英国 主要経済指標



(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。

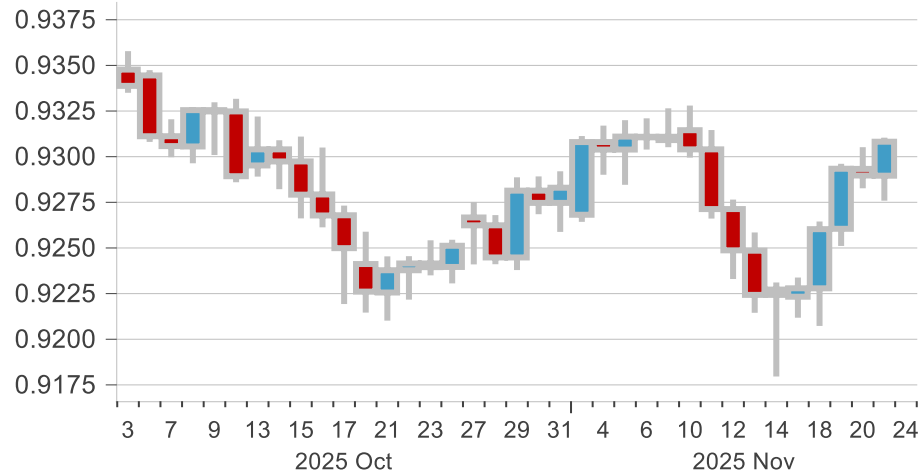
※2 求人広告賃金は、Indeed社が公表しているデータ。3か月平均をとったうえで、グラフでは6か月先行させている。

※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。

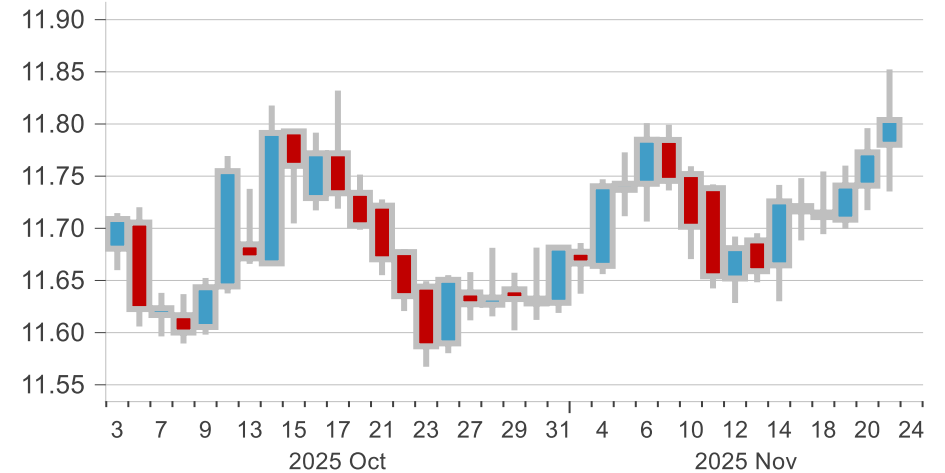
(出所：ユーロスタット、欧州中央銀行 (ECB)、Indeed、マクロボンド、みずほ)

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)



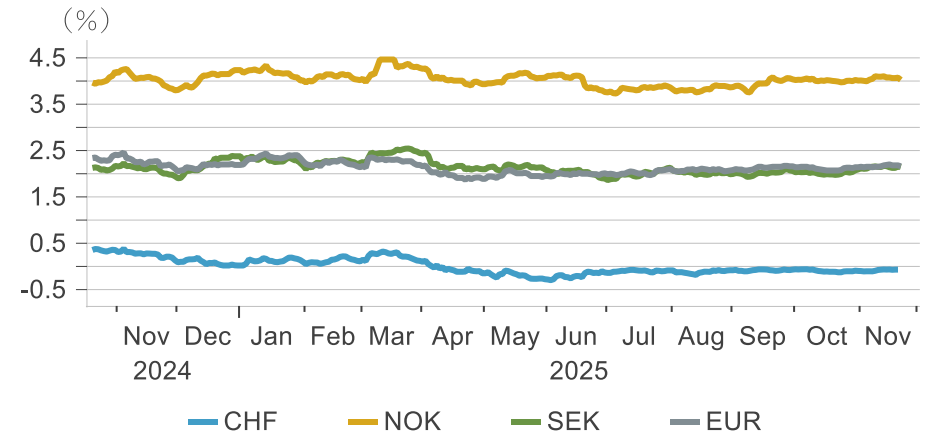
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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]@mhceurope.com would indicate Mizuho Bank, Ltd.; (ii) [name]@uk.mizuho-sc.com indicates Mizuho International plc; (iii) [name]@eu.mizuho-sc.com indicates Mizuho Securities Europe GmbH.

Mizuho Bank, Ltd., is authorised and regulated by the Financial Services Agency of Japan.

Mizuho Bank, Ltd., London Branch, is authorised by the Prudential Regulation Authority and is subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Prudential Regulation Authority are available upon request. Any eligible deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch are protected up to a total of £85,000 by the Financial Services Compensation Scheme, the UK's deposit protection scheme. This limit is applied to the total of any eligible deposit accounts with Mizuho Bank, Ltd., London Branch. Any total deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch above the £85,000 limit are not covered. For further information about your rights under the FSCS please visit <http://www.fscs.org.uk>

Mizuho International plc is authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority.