

# 欧州G10通貨週報

2024年7月15日

みずほ銀行欧州資金部  
シニア為替ストラテジスト  
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	<b>英国5月GDP</b> は前月比+0.4%成長と市場予想の+0.2%を上回る。(7月11日)	若干の英金利上昇、ポンド高。 英国は5月としては観測史上最も気温が高くなり、6月21日発表の小売売上高も堅調な結果となっていた。英経済が再び成長軌道に乗ったことは、イングランド銀行にとっては利下げを急がなくても良いという判断につながる可能性も。
英国 金融政策	<b>イングランド銀行(BOE)のピル・チーフエコノミスト</b> は、利下げはするかどうかよりも時期が問題、と次の行動が利下げであるという認識を示すと同時に、労働需給の逼迫や、サービスインフレの高止まりを背景に、高インフレが持続するリスクに対する警戒姿勢を強調。(7月10日)	若干の英金利上昇、ポンド高。 ピル氏の発言を受けてBOEの8月1日に控える次回金融政策決定会合で25bpの利下げが実施されるという市場の織り込みは、いったん50%を割り込んでいる。
英国 政治	<b>レイチェル・リーブス新財務相</b> は就任後初の長期会見において、都市計画の欠陥を是正すると表明。(7月8日)	ニュートラル。 5年間で150万戸の住宅を建設するという目標に改めて言及。都市計画を見直し、規制緩和に取り組むとしている。また、官僚主義を排除し、保守党政権下で事実上、禁止されてきた陸上風力発電の建設を推進する方針も示している。

注：赤字は後続スライド参照。

## 直近の主な動き一覧（2 / 2）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
ユーロ圏 政治	マクロン大統領は、国民に宛てた手紙の中で「 <b>幅広い連立</b> 」を呼びかけ。(7月10日) また、アタル首相の辞任を7月16日に受理する意向との報道。(7月12日)	引き続き、ユーロ、フランス金利の不安定化要因に。マクロン氏が呼び掛けている大連立に対しては左派からの反対の声も大きく、実現は不透明であり、選挙後の政権の形はまだ見えない。また、左派連合の中でも、統一した首相候補の選出には難航している模様。
ユーロ圏 政治	「 <b>欧州の愛国者</b> 」にフランスの国民連合(RN)も合流し、欧州議会で3番目の勢力に。(7月8日)	短期的なマーケットへの影響は限定的だが、EUの統合にとってのリスク要因であり、ユーロの不安定化材料。新会派の会長にはRNのバルデラ党首が選出されている。グリーンディールや移民受け入れを巡り、フォンデアライエン欧州委員長の続投を支持した中道右派「欧州人民党(EPP)」との対立軸となる見込み。
スウェーデン 経済	スウェーデンの6月コアCPIは前年同月比+2.3%と5月の同+3.0%から大幅に低下。市場予想の同+2.5%も下回る。(7月12日)	スウェーデン金利低下、クローナ安要因。スウェーデン中央銀行(リクスバンク)が目標とするインフレ率の指標であるCPIFも前年比+1.3%に低下し、3年以上ぶりの低水準となった。次回8月会合での追加利下げの可能性を高める内容。
ノルウェー 経済	ノルウェーの6月コアCPIは前年同月比+3.4%と、中銀予想の同+3.6%を下回る。(7月10日)	ノルウェー金利低下、クローネ安要因。インフレの高止まり懸念をやや和らげる結果に。

注：赤字は後続スライド参照。

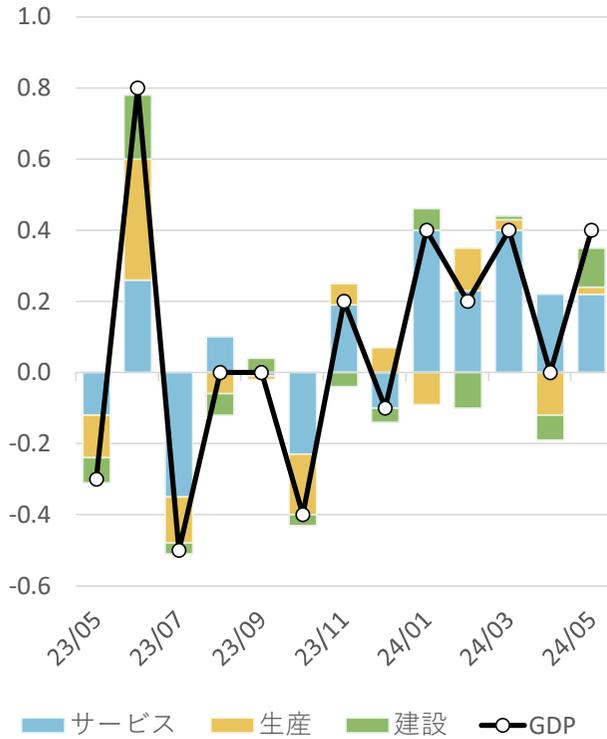
# ロンドンからの視点「テイラー・スウィフトVSイングランド銀行」

- 英国英仏の選挙が終わり、再びマーケットでは金融政策に関心が戻りつつありますが、今週の英国の経済指標はいつもとは違った形で注目を集めそうです。
- 7月17日に発表を控える6月分の英国の消費者物価指数（CPI）では、6月に米人気歌手テイラー・スウィフトが英国各地でツアーを行ったことで、チケット代や宿泊費といったCPIの「サービス」に含まれる価格が跳ね上がり、全体のCPIを押し上げるのではないかという見方があります。現在、イングランド銀行（BOE）が8月1日の会合で25bpの利下げを開始する確率は市場でも五分五分という見方ですが、BOEが重視するサービス価格が顕著に上昇すれば、BOEが利下げ見送りに傾く要因となる可能性があります。一歌手のコンサートツアーが大国の金融政策に影響を与えるとすれば前代未聞です。
- と書いてきたものの、テイラー・スウィフトのツアーの影響が、CPIの結果に目に見える形で出てくるかと言われると、微妙なようです。英FTの名物コラム「FT Alphaville」では7月12日に「Taylor Swift vs the Bank of England」というタイトルで分析記事を載せており、以下の点を指摘しています。
  - (1) チケット代はリセール（再販）価格ではなく、初期の販売価格のみが収集される。
  - (2) テイラー・スウィフトがコンサートをした日が、英国国家統計局（ONS）が価格を調査する日に該当したかは不明。
  - (3) テイラー・スウィフトがコンサートを行った会場でのコンサートのチケット代が価格調査の対象になっているかは不明。
- 総じて、CPIへの影響は未知数の部分も大きいものの、限定的になるのではないかというトーンです。とはいえ、スコットランドのエディンバラのコンサートでは、熱狂的なスウィフティー（テイラー・スウィフトのファン）が音楽に合わせて踊ったことで、英国では滅多に起こらない地震活動が観測されるなど、テイラー・スウィフトのツアーは「規格外」の話題に事欠きません。7月17日発表の英CPIでは、サブ項目の「レクリエーション・文化」の項目を中心に、影響を見ていきたいと思えます。

# 英国5月GDPは前月比+0.4%成長と市場予想の+0.2%を上回る

英国 月次GDP 主要業種別寄与度

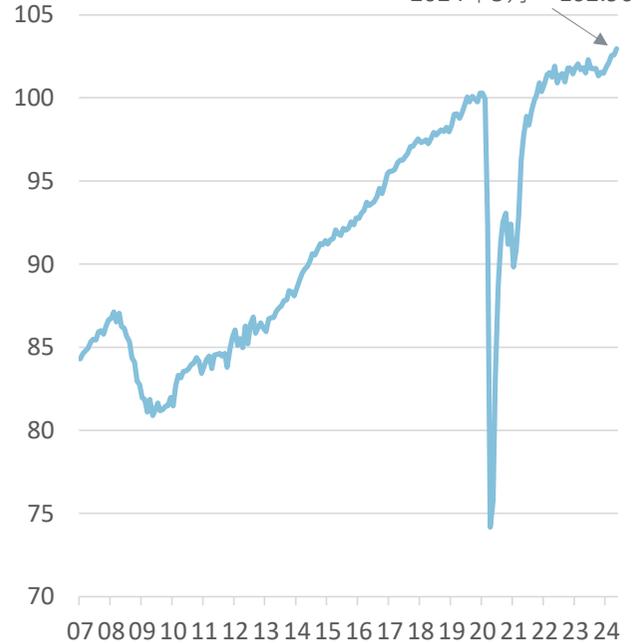
(前月比・寄与度%)



(出所：ONS、ブルームバーグ、みずほ)

コロナ前と比較した実質GDPの水準

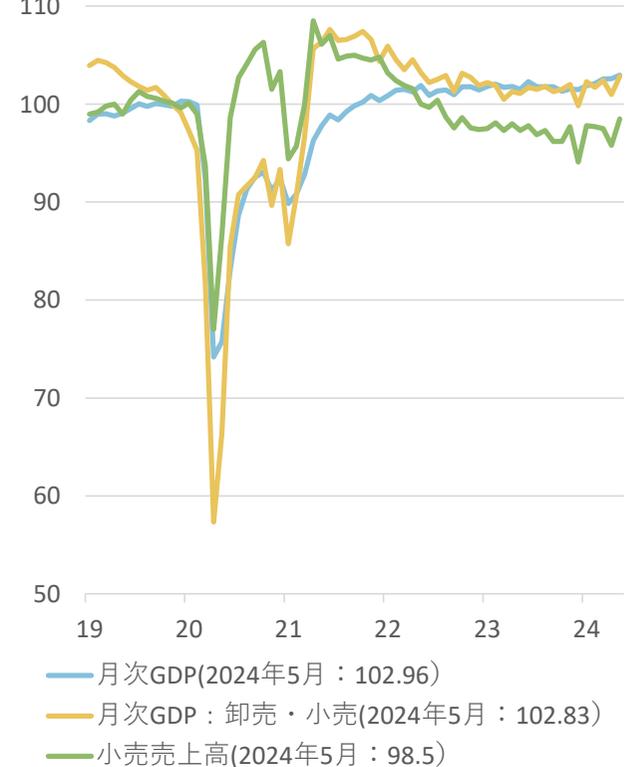
(2019年10-12月期 = 100)



(出所：ONS、ブルームバーグ、みずほ)

小売売上高との比較

(2019年10-12月期 = 100)



(出所：ONS、ブルームバーグ、みずほ)

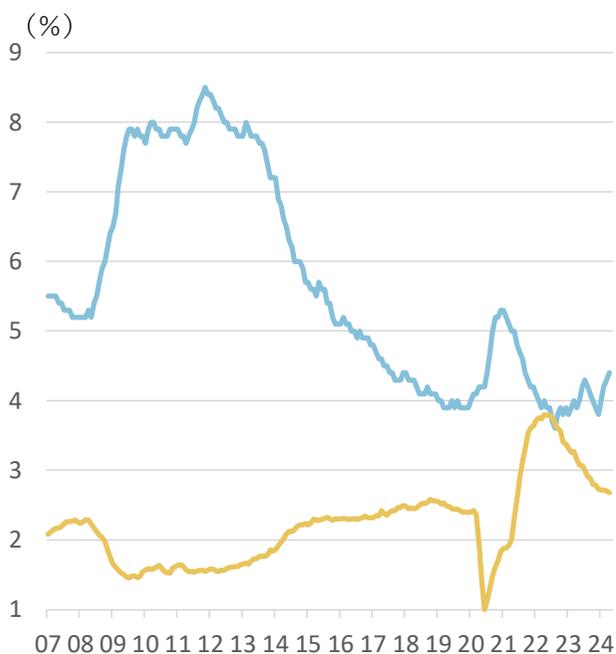
英国は5月としては観測史上最も気温が高くなり、6月21日発表の小売売上高も堅調な結果となっていた。英経済が再び成長軌道に乗り、労働党の新政権にとっては幸先の良い結果に。

# ピル・BOEチーフエコノミストの講演 8月会合での利下げ観測が後退

チエコ 失業率・欠員率

CPIサービス価格と週平均賃金（賞与を除く）

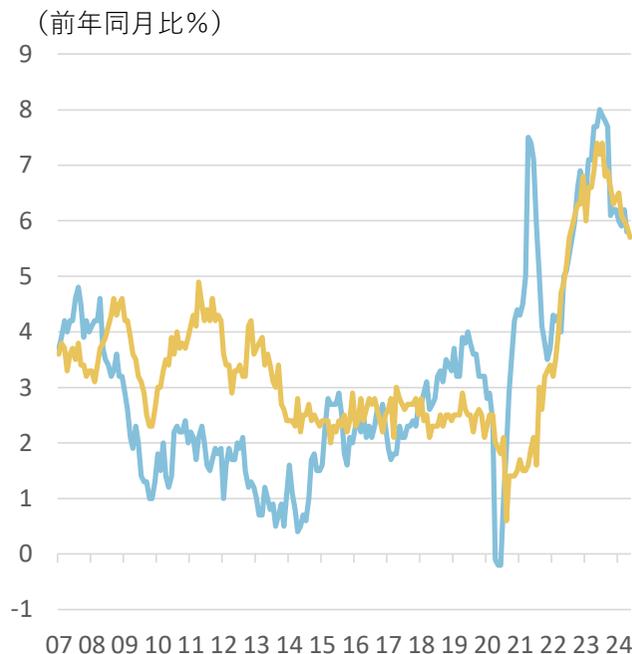
SONIAスワップの金利織り込み 累計変化率



— 失業率(2024年4月：4.4%)  
— 欠員率(2024年4月：2.7%)

注：3か月平均

(出所：ONS、ブルームバーグ、みずほ)



— 週平均賃金(2024年4月：前年同月比+5.8%)  
— CPIサービス価格(2024年5月：前年同月比+5.7%)

(出所：ONS、ブルームバーグ、みずほ)

(単位；bp)

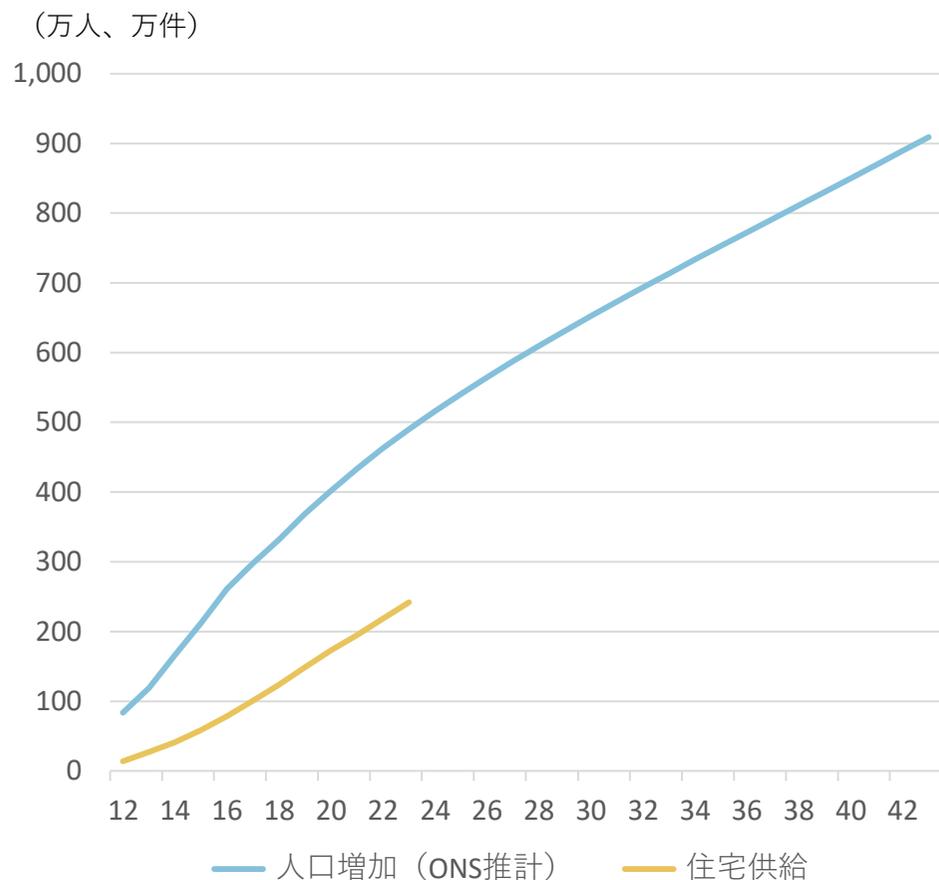
		6月30日 (前月末)	7月5日 (選挙翌日)	7月10日 (ピル氏講演)
2024年	8月	▲16	▲17	▲14
	9月	▲22	▲25	▲23
	11月	▲35	▲40	▲39
	12月	▲45	▲50	▲49
2025年	2月	▲56	▲63	▲62
	3月	▲65	▲72	▲70

(出所：ブルームバーグ、みずほ)

イングランド銀行（BOE）のピル・チーフエコノミストは7月10日、利下げはするかどうかも時期が問題、と次の行動が利下げであるという認識を示すと同時に、労働需給の逼迫や、サービスインフレの高止まりを背景に、高インフレが持続するリスクに対する警戒姿勢を強調した。ピル氏の発言を受けて、BOEの8月会合での利下げ観測が後退している。

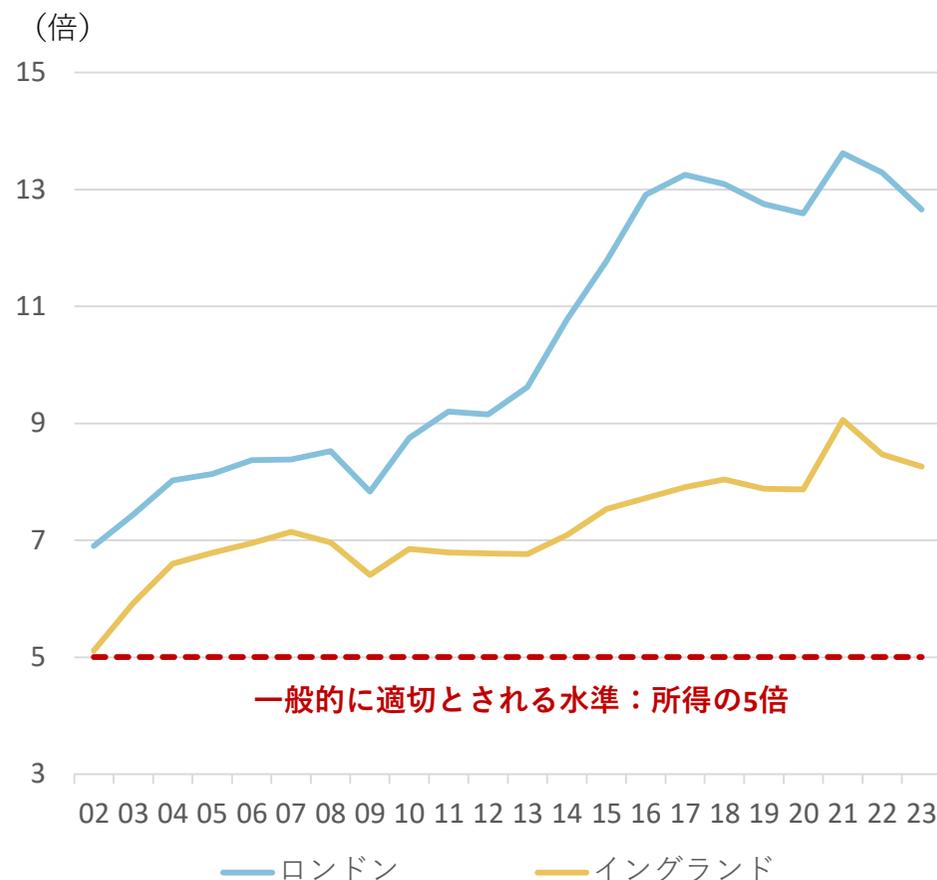
# レイチェル・リーブス新財務相は都市計画の欠陥を是正すると表明

## イングランド 新規住宅供給（2011年以降の累計）と人口増



(出所：ONS、マクロボンド、みずほ)

## 住宅価格所得倍率

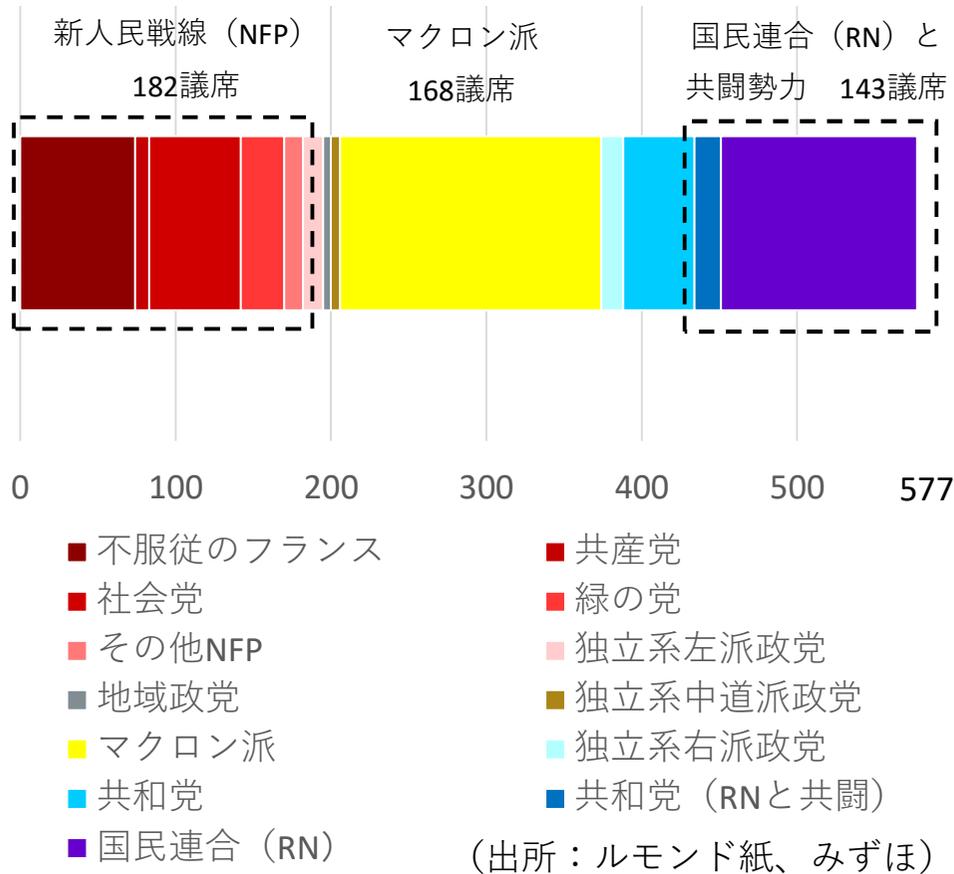


(出所：ONS、マクロボンド、みずほ)

レイチェル・リーブス新財務相は、7月8日に行われた就任後初の長期会見において、5年間で150万戸の住宅を建設するという目標に改めて言及。都市計画を見直し、規制緩和に取り組むとしている。また、官僚主義を排除し、保守党政権下で事実上、禁止されてきた陸上風力発電の建設を推進する方針も示している。

# フランスの政治の混乱は継続

フランス 下院議席状況（全577議席）



今後の主なシナリオ

## (1)大連立

マクロン大統領は7月10日、国民に充てた手紙を発表し、どの勢力も単独過半数（289議席）に届かなかつた結果について「誰も勝てなかった」とし、幅広い勢力による大連立を呼び掛けた。マクロン陣営（168議席）は右派の共和党（46議席）との連携を重視しているとされるが、両者を足しても214議席と過半数に遠く届かず、安定的な政権運営には左派連合（182議席）からの切り崩しが必要となる。しかし、総選挙で第1勢力となり、首相の選出を目指す左派連合は大連立は選挙結果の否定だと強く反発している。

## (2)左派連合の一致団結

7月7日の決選投票の結果、極左の「不服従のフランス」（74議席）、左派の共産党（9議席）、社会党（59議席）、緑の党（28議席）などで構成される新人民戦線（NFP）は下院で最大勢力となったが、過半数には届いていない。NFPが最大勢力として首相指名を受けるには、団結して首相候補を選ばなければならないが、難航している模様だ。

緑の党のマリーヌ・トンデリエ党首は12日、「物事が行き詰っているので、考えを広げて、異なる解決策を提案する必要がある」と述べている。

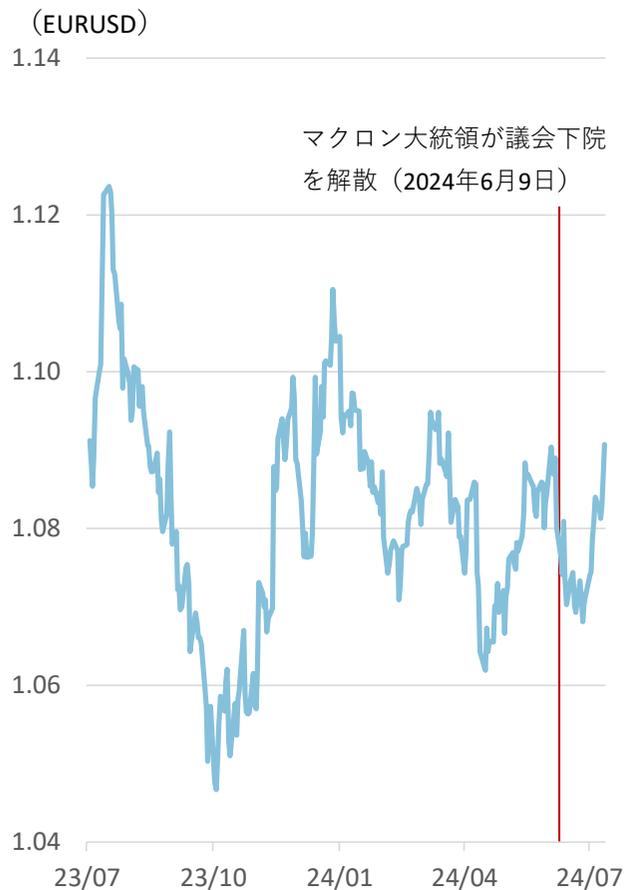
## (3)少数政権と中道派/実務家政権

主流派の政党による少数政権の組閣のシナリオ。イタリアでドラギ前ECB総裁が首相に就いた時のようなテクノクラート政権となる可能性も。実質的には、マクロン氏の政党が前回22年の議会選挙で過半数を獲得できずに生じた政治的膠着状態が続く形となる。憲法で定められた1年の待機期間を経て再び解散総選挙が行われる可能性。

マクロン大統領は、アタル首相の辞任を7月16日に受理する意向と報じられている。もっとも、マクロン氏が呼び掛けている大連立に対しては左派からの反対の声も大きく、実現は不透明であり、選挙後の政権の形はまだ見えない。また、左派連合の中でも、統一した首相候補の選出には難航している模様。

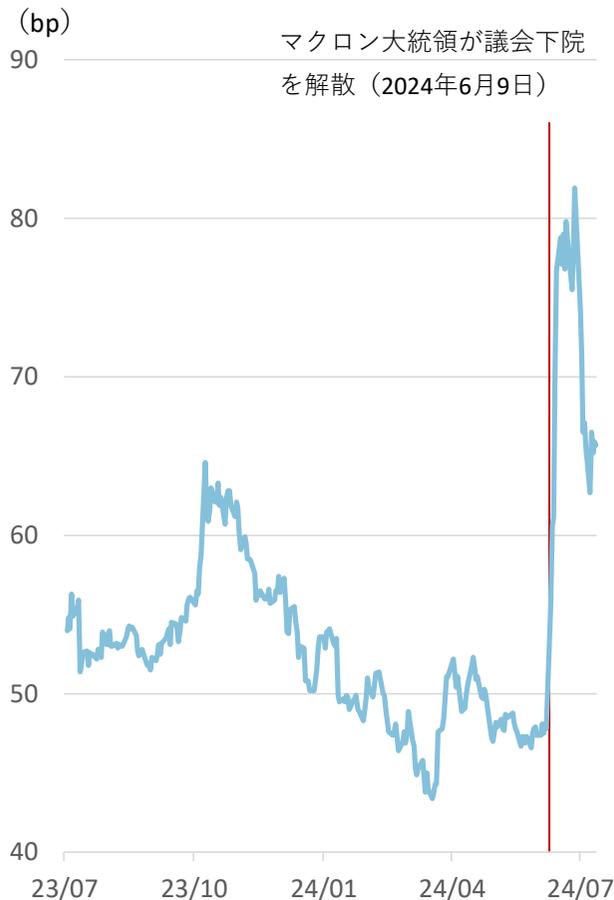
# ユーロとフランス金融市場の動向

## ユーロドル相場



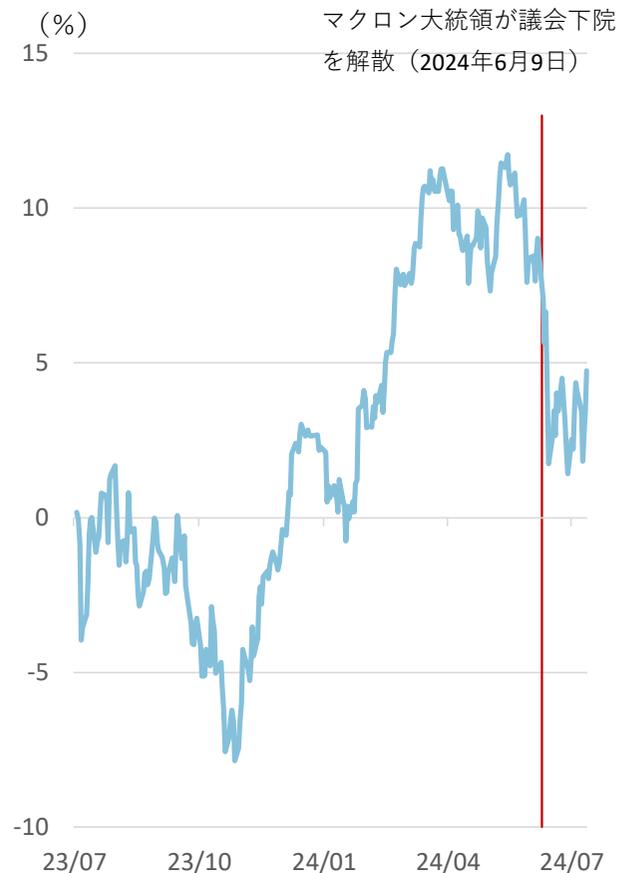
(出所：ブルームバーグ、みずほ)

## フランス-ドイツ 10年国債利回りスプレッド



(出所：ブルームバーグ、みずほ)

## フランスCAC40株価指数 年間騰落率

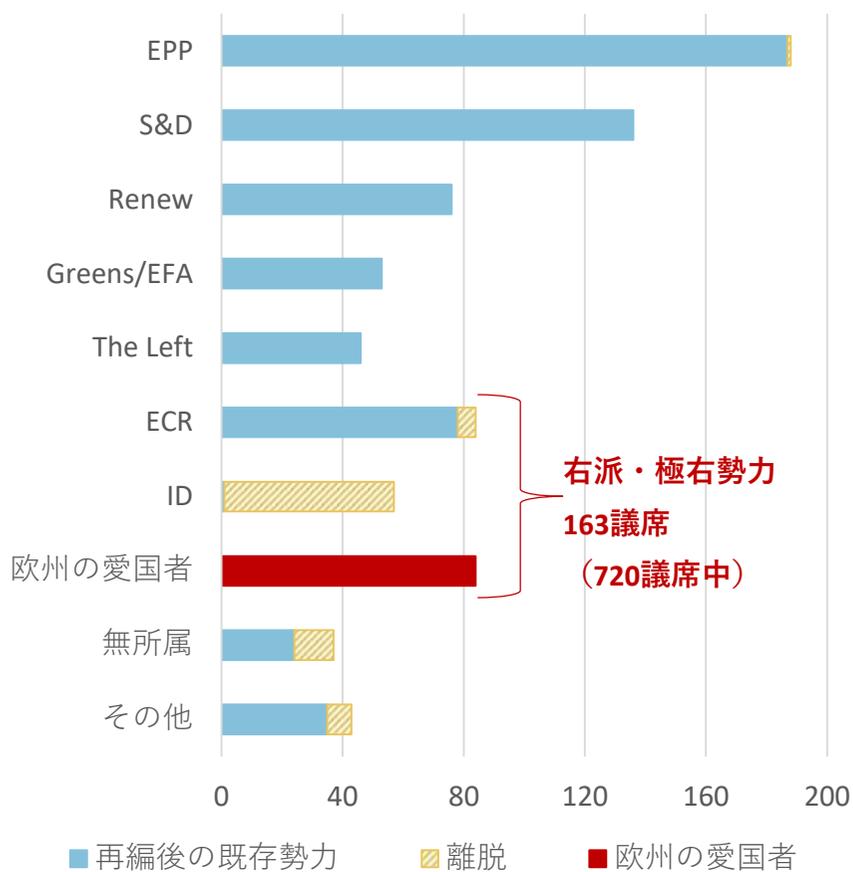


(出所：ブルームバーグ、みずほ)

ユーロ相場はマクロン大統領の議会下院解散宣言前の水準を超えて反発。フランスの政治情勢の混乱よりも、米雇用統計・CPIの弱さが強く意識された形に。一方、フランスとドイツの10年国債利回りスプレッドや、フランスの株価の動向は、市場でフランスの政治・財政への警戒が燃っていることを意識させる展開に。

# 「欧州の愛国者」にフランスの国民連合も合流し、欧州議会で3番目の勢力に

欧州議会展派 議員数



(出所：欧州議会、みずほ)

「欧州の愛国者」に加盟した各国の政党

国名	党名	議席数	前会派
フランス	国民連合 (RN)	30	ID
ハンガリー	フィデス	10	無所属
イタリア	同盟	8	ID
チェコ	ANO	7	その他
オーストリア	自由党 (FPO)	6	ID
オランダ	自由党 (PVV)	6	ID
スペイン	VOX	6	ECR
ベルギー	フランダースの利益 (VB)	3	ID
チェコ	Oath	2	無所属
ポルトガル	シェーガ	2	ID
デンマーク	デンマーク国民党 (DF)	1	ID
ギリシャ	Voice of reason	1	無所属
ラトビア	ラトビア・ファースト	1	その他
ハンガリー	キリスト教民主国民党 (KDNP)	1	EPP
	合計	84	

「欧州の愛国者」はハンガリーのフィデス、チェコのANO、オーストリアのFPOの3党が6月30日に結成後、参加表明が相次ぎ新会派の結成要件を満たすに至った。フランスの国民連合 (RN) も7月8日に加盟し、欧州議会の議席数で欧州保守改革 (ECR、右派) を上回り第3の会派となった。新会派の会長にはRNのバルデア党首が選出されている。グリーンディールや移民受け入れを巡り、フォンデアライエン欧州委員長の続投を支持した中道右派「欧州人民党 (EPP)」との対立軸となる見込み。

中期為替見通し

# 欧州G10通貨中期見通し（2024年6月末時点）

	Spot	2024 Sep	Dec	2025 Mar	Jun	Sep
<b>対ドル</b>						
EUR/USD	1.07	1.08	1.06	1.07	1.08	1.09
GBP/USD	1.26	1.24	1.26	1.27	1.28	1.29
USD/CHF	0.90	0.88	0.91	0.91	0.91	0.91
USD/NOK	10.7	10.5	10.6	10.4	10.2	10.0
USD/SEK	10.7	10.6	10.9	10.7	10.6	10.3
<b>対ユーロ</b>						
EUR/GBP	0.85	0.87	0.84	0.84	0.84	0.84
EUR/CHF	0.96	0.95	0.96	0.97	0.98	0.99
EUR/NOK	11.43	11.3	11.2	11.1	11.0	10.9
EUR/SEK	11.40	11.5	11.6	11.5	11.4	11.2
<b>対円</b>						
EUR/JPY	172.2	171	173	173	172	172
GBP/JPY	203.5	196	205	206	204	204
CHF/JPY	178.9	180	180	179	175	174
NOK/JPY	15.1	15.1	15.4	15.6	15.6	15.8
SEK/JPY	15.1	14.8	14.9	15.1	15.1	15.4
USD/JPY	161.0	158	163	162	159	158

注：ユーロドル、ユーロ円、ドル円の見通しは「中期為替相場見通し」（2024年6月28日発行）より抜粋。

# 見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2024年6月末時点

## 英ポンド

8月会合での利下げの可能性が再浮上。ポンドは短期的に下押し圧力が強まる公算。

- 6月の英ポンド相場は対ドルでは約0.8%下落した一方、対ユーロでは約0.5%、対円では約1.5%上昇した。対ドルでの下落は、米経済指標の堅調さや米高官のタカ派発言を受けたグローバルなドルの強さの裏返しという側面が大きいと見られる一方、その他の主要通貨に対しポンドが堅調推移を続けているのは、同国のサービスインフレの根強さを考慮すれば、イングランド銀行(BOE)の政策金利が高止まりしやすいという見方が背景にあるだろう。
- BOEの6月会合は想定よりもハト派的であった。特に、議事要旨では、BOEが5月に公表した見通しと比較してサービスインフレ率の高止まりが続いていることについて、一部委員から「ディスインフレ軌道の見通しを大きく変えるものではない」、「利下げ回避決定は、微妙なバランス」という見解が示されたことが注目される。これを受けて短期市場では8月会合での25bpの利下げ織り込みが前日の36%から会合後は60%超に上昇した。当面、2024年7-9月期まではBOEの早期利下げ観測がポンドの上値を抑えるだろう。
- もっとも、英国のサービスインフレは、同国の産業構造の特徴(労働集約的なサービス業の比率が主要先進国の中で顕著に高い)や、労働市場のボトルネック(BREXITに伴い低賃金労働者の新規流入が低迷)を考慮すれば、高止まりしやすい。翻って、BOEが他国比で相対的に高水準の政策金利を維持しなければならない可能性は高く、2024年10-12月期以降は、高金利政策の持続への期待が再びポンドのサポート要因となるだろう。
- 7月4日に控える総選挙では、各種世論調査から労働党の圧勝と保守党からの政権交代が確実視されており、サプライズの余地は小さいだろう。ただし、国民保険サービス(NHS)改革や、移民管理、グリーンエネルギーへの移行など、労働党が国民に改善を約束している政策は、いずれも資金が必要となる。「影の財務相」レイチェル・リーブス氏らは増税の可能性を否定しているものの、どこに財源を求めるのか、という問題は残る。総選挙後は英国の財政状況に改めて市場の関心が集まるだろう。

## ユーロ

フランス政治・財政状況への懸念がユーロの重石に

- 6月のユーロ相場は対ドルで軟化した。欧州中央銀行(ECB)は利下げに踏み切ったが、「追加利下げは簡単ではない」との思惑も燻っており、方向感が見出しづらい雰囲気もある。4月以降、ユーロ圏経済の底打ちを感じさせるデータが続いており、連続利下げのハードルは確かに低くない。スタッフ見通し改定などを念頭に「最も多くて3か月に1回」というのが今後想定される利下げペースだろう。この場合、確かに9月以降の利下げ着手を織り込むFRBと大差ない軌道であり、それゆえに欧米金利差に沿ってユーロ/ドル相場も膠着感を強めそうではある。もっとも、目先のユーロ圏で注目されるのは政治にまつわる材料だ。突如、解散総選挙の方針が発表されたフランス国民議会が下馬評通り、極右勢力に掌握されるとした場合、財政規律を巡って欧州委員会と衝突する懸念がある。現状のフランスは政府債務状況に関し、ギリシャやイタリアに次ぐ悪い状況にある。こうした状況下、EUの財政規律に反抗し続ければ、国債格下げに至る可能性は高く、それ自体がユーロ売りを招くという展開は懸念される。政治日程に照らせば、今秋にかけて域内の内輪揉めがユーロの売りを誘う可能性がある。

注：ユーロの見通しの概要は「中期為替相場見通し」（2024年6月28日発行）より抜粋。

## スイスフラン

欧州政治不安の高まりに伴う安全資産需要の高まりが、フラン買いを促す

- 6月のスイスフランは対ドル、対ユーロで反発。フランスの政治情勢の不透明感の高まりから、欧州の中で安全資産とされるドイツ国債やフランに資金が流れこんだものと見られる。
- スイス国立銀行(SNB)は6月20日の会合で今年3月に引き続き25bpの利下げを実施し、政策金利を1.25%に引き下げた。市場では据え置きという見方も根強くサプライズとなった。SNBの利下げ判断は、急速に進んだフラン高を受けた対応という側面が大きいと見られる。ヨルダン総裁は「欧州の政治的不透明」によるフラン高はスイスのインフレが高止まりするかどうかに関する不確実性を高めるとし、警戒を続けると述べている。
- ユーロ圏や米国との比較でスイスの政策金利がより低くなったこと、さらにはフラン売りの為替介入観測が中長期的にはフランの上値を抑える要因となりうる。もっとも、当面は欧州の政治情勢の不透明感の高まりからくる安全資産に対する需要や、スイスの巨額の経常黒字から来るフラン買いユーロ売り圧力が勝りそうだ。

## ノルウェークローネ

政策金利を年内は据え置く姿勢を示す。原油価格反発もあり、ノルウェークローネは底堅い展開が見込まれる。

- 6月のノルウェークローネは対ユーロで5か月ぶりの高値に上昇した。ノルウェー中央銀行は6月20日、政策金利を4.5%で維持したほか、今年9月に最初の利下げを行うというこれまでの予想を撤回し、政策金利を年内は据え置く姿勢を示した。賃金上昇圧力の高まりに伴うインフレ圧力が背景にある。
- 原油価格の上昇に伴い、ノルウェー経済が昨年の停滞から回復しつつある兆候が強まっており、それが賃金に上昇圧力をかけている面があるだろう。
- ノルウェー中銀のタカ派姿勢や、足元で原油価格が米国の需要見通しなどを反映して反発していることを考慮すれば、ノルウェークローネは対ユーロ、対スウェーデンクローナで底堅い展開となろう。

## スウェーデンクローナ

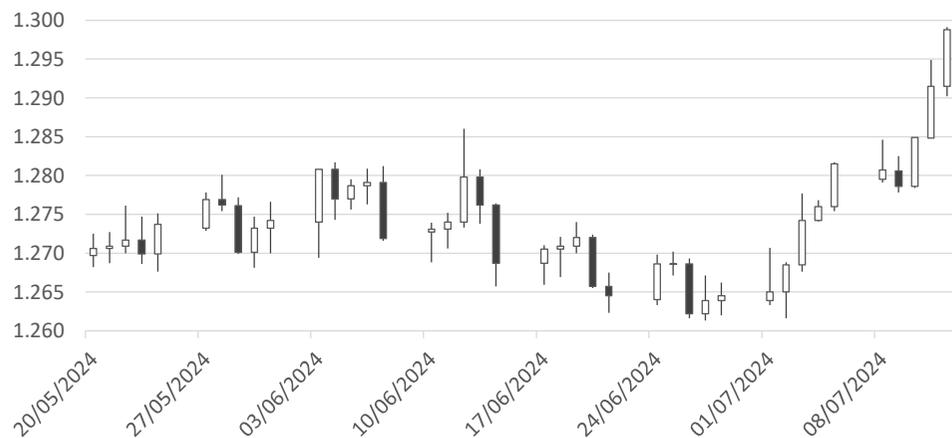
リクスバンクの6月会合でのガイダンスは一段とハト派化。クローナは軟調地合いが続く公算。

- 6月のスウェーデンクローナは5月に引き続き、対ユーロでの持ち直しが続くかに思われたが、終盤でスウェーデン中央銀行(リクスバンク)のハト派のガイダンスを受けて反落し、結局、1か月を通じて見ればほぼ横ばいの推移となった。
- スウェーデンは他の多くの先進国に先んじて、景気低迷に伴う需要後退からインフレ率の低下が顕著となり、リクスバンクの利下げ観測が前半のクローナ安の最大のドライバーとなっていた。実際にリクスバンクは今年3月に利下げを示唆し、その後5月8日の会合では欧州中央銀行(ECB)に先駆けて利下げをしていた。
- 6月27日の会合では、2会合連続の利下げは見送られたものの、ガイダンスでは下期に最大で3回の利下げを示唆するというサプライズがあった。従来は2回の利下げという見解を示していたが、一段とハト派化した格好だ。政府・中銀がインフレ抑制により自信を見せているほか、国内に住宅・商業用不動産市場の脆弱性という火種を抱えていることも要因であろう。中長期で見たクローナの対ユーロでの軟調地合いは続くと思われる。

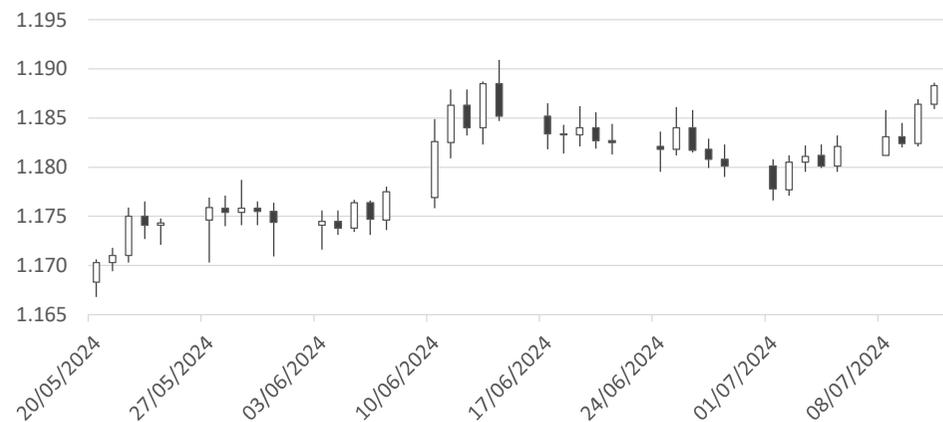
マーケットデータ  
主要経済指標ダッシュボード

# 英国 マーケットデータ (1 / 2)

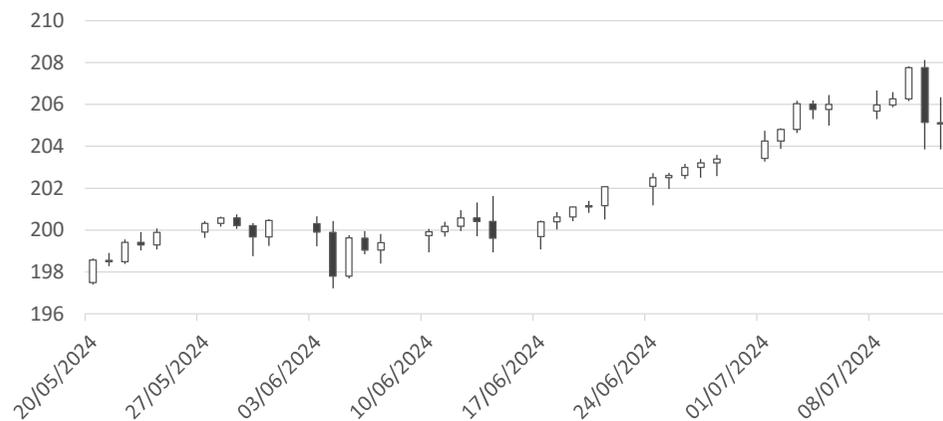
## ポンド対ドル相場 (GBPUSD)



## ポンド対ユーロ相場 (GBPEUR)



## ポンド対円相場 (GBPJPY)

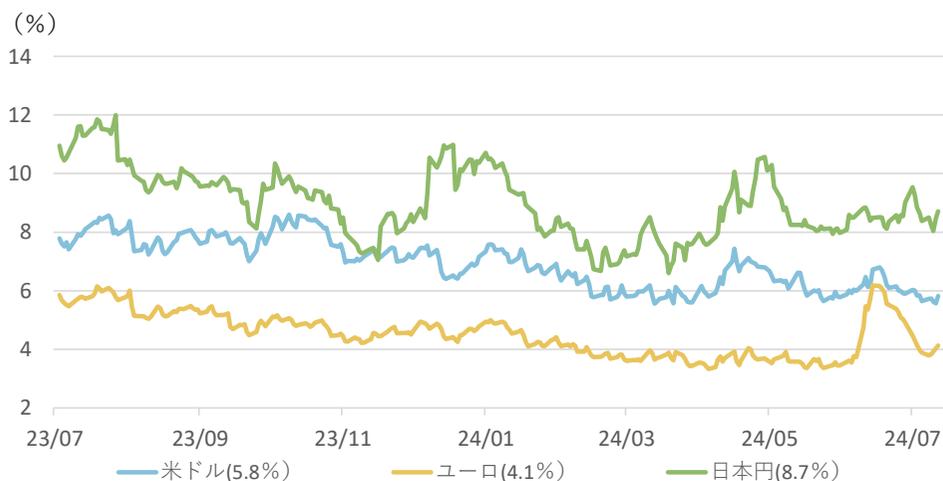


## ポンド 対ドル、対円レート ロンドン終値 日足

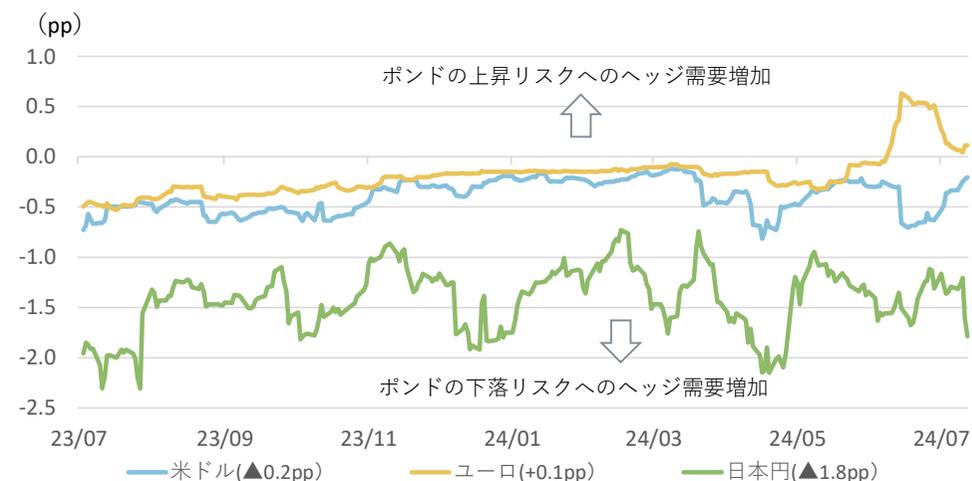


# 英国 マーケットデータ (2 / 2)

## 英ポンド インプライド・ボラティリティー (1か月)



## 英ポンド リスクリバーサル (1か月)



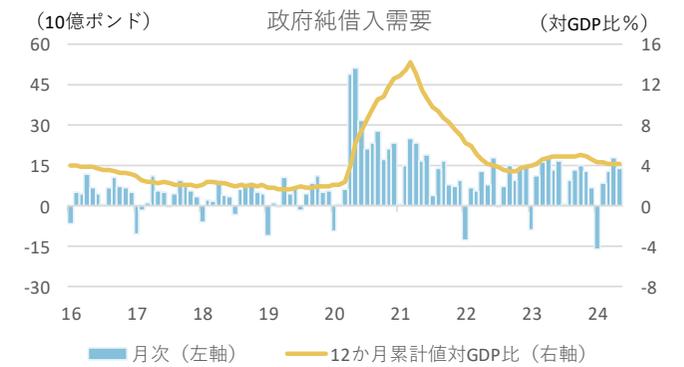
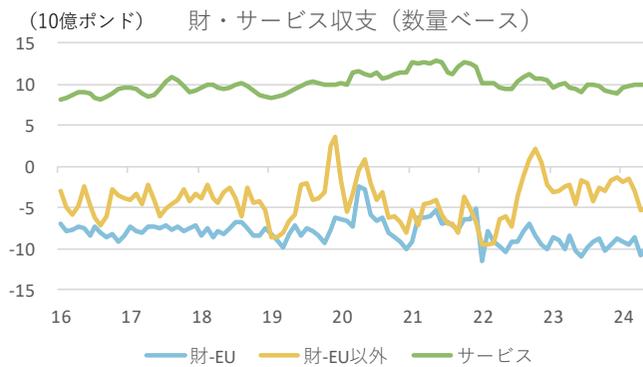
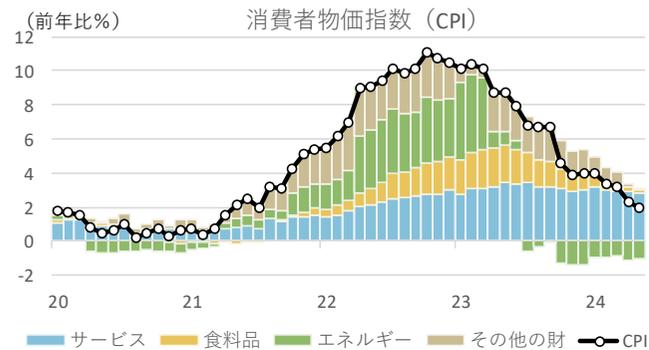
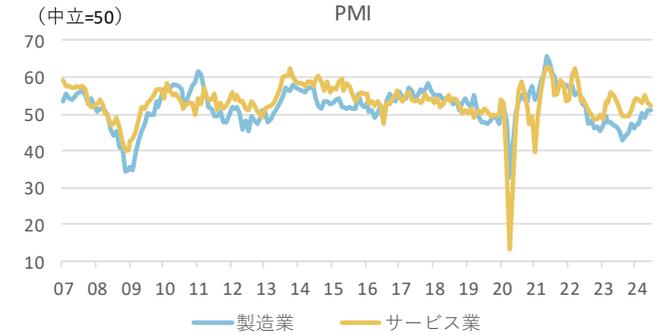
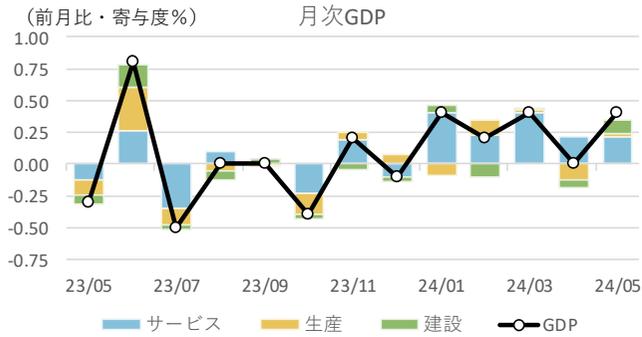
## 英国国債 (ギルツ) 利回り、政策金利



## FTSE100種総合株価指数 年間騰落率



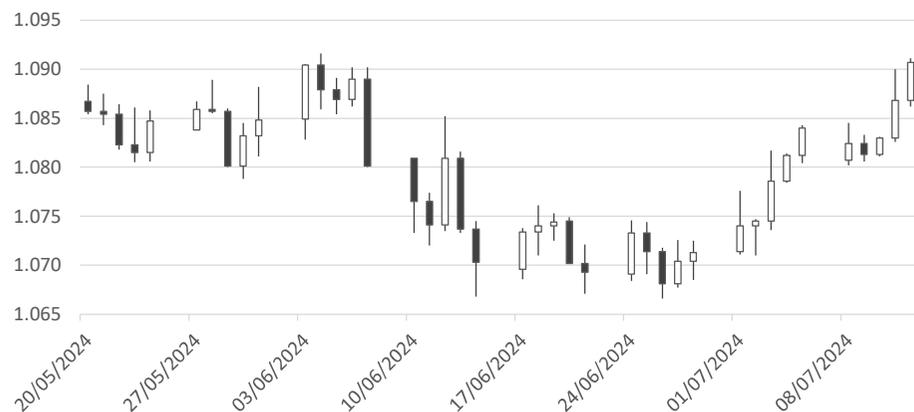
# 英国 主要経済指標



(出所：英国家統計局、英財務省、ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

# ユーロ圏 マーケットデータ (1 / 2)

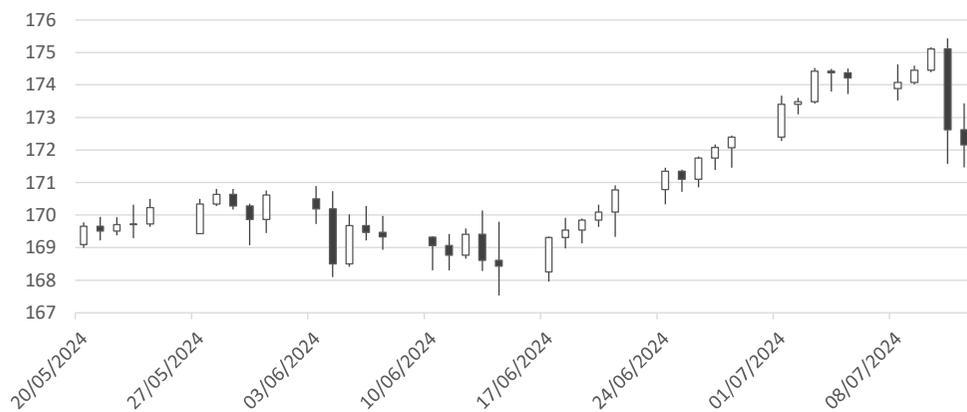
## ユーロ対ドル相場 (EURUSD)



## ユーロ対ポンド相場 (EURGBP)



## ユーロ対円相場 (EURJPY)

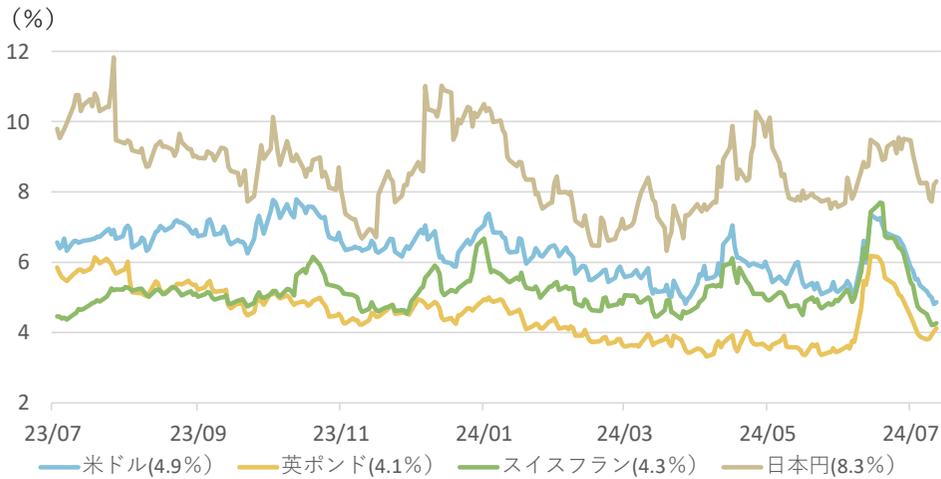


## ユーロ 対ドル、対円レート ロンドン終値 日足

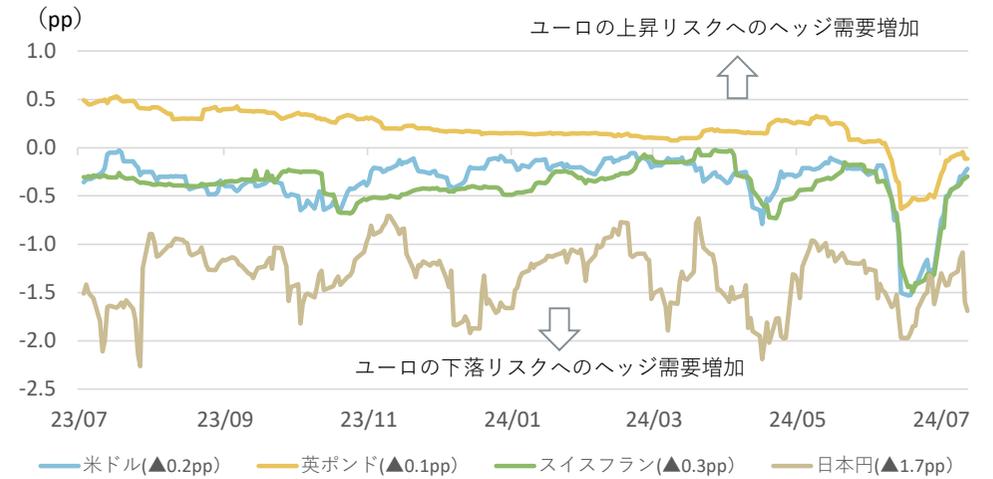


# ユーロ圏 マーケットデータ (2 / 2)

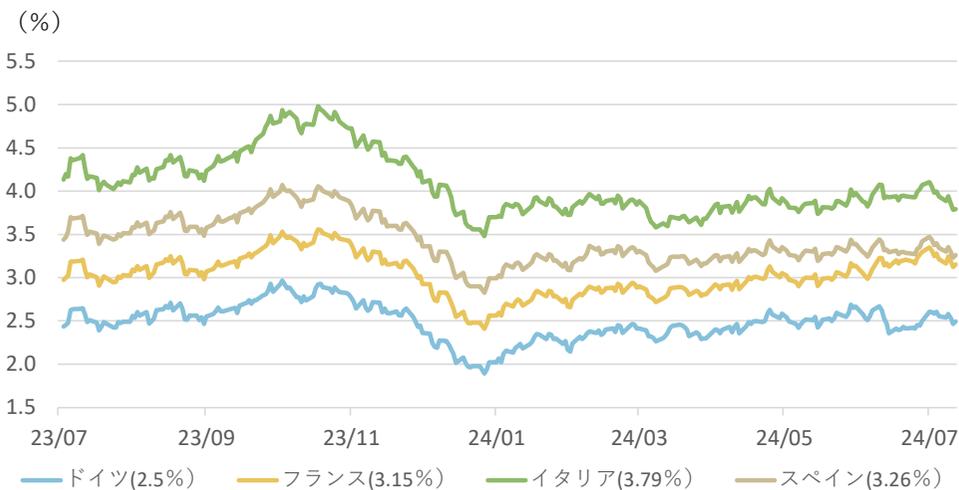
## ユーロ インプライド・ボラティリティー (1か月)



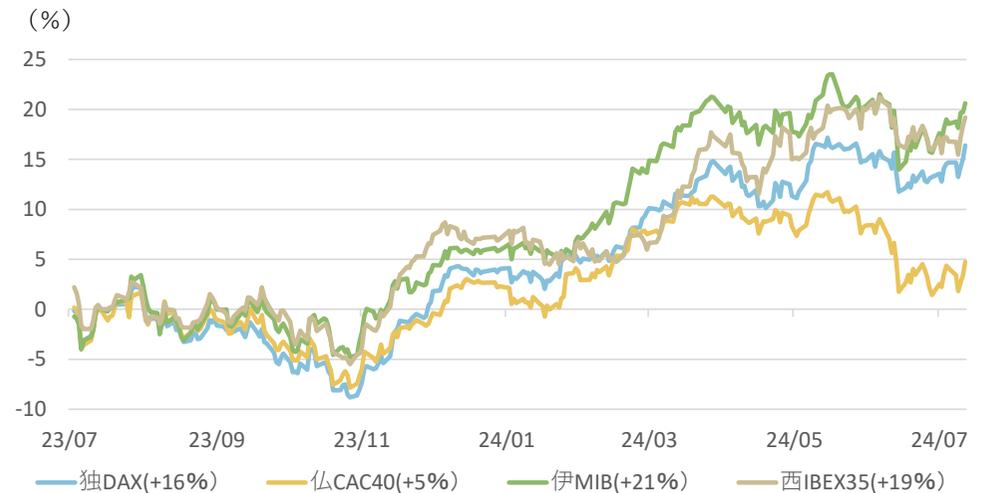
## ユーロ リスクリバーサル (1か月)



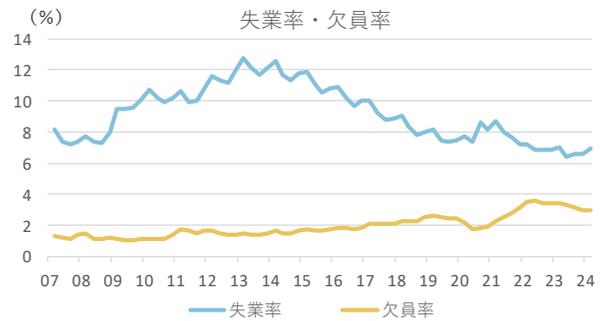
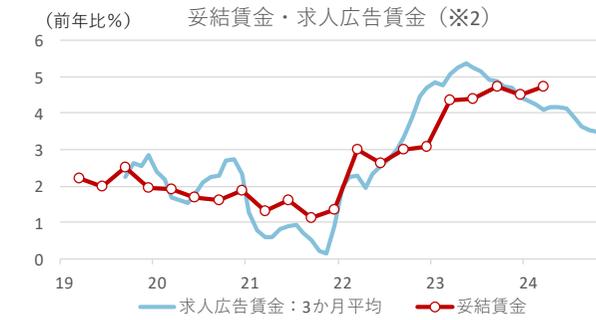
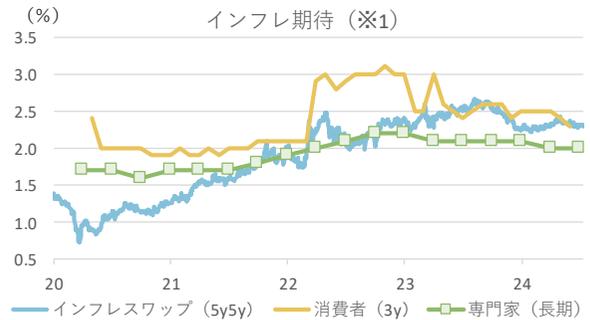
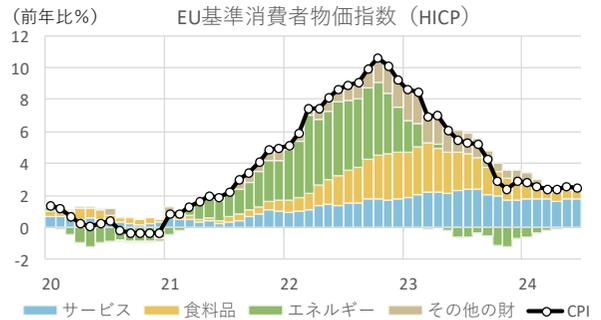
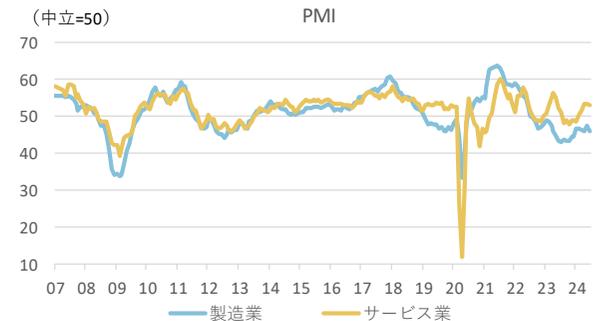
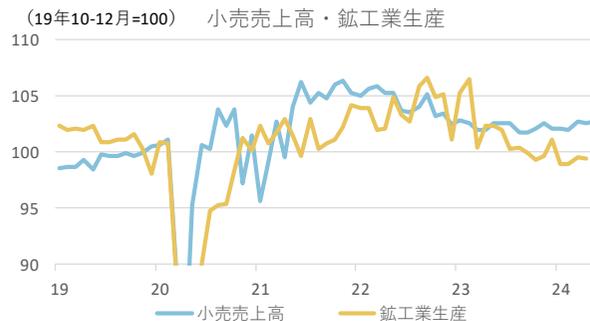
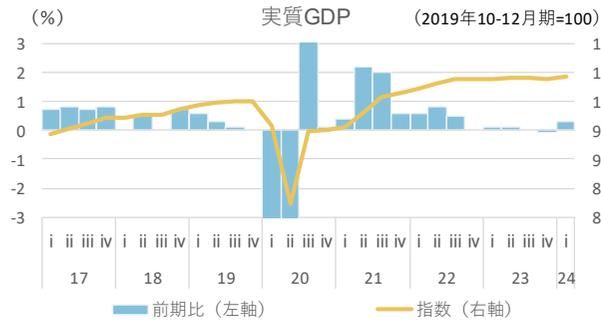
## ユーロ圏主要国 10年国債利回り



## ユーロ圏主要国 株価指数 年間騰落率



# ユ-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)、Markit、Indeed、ブルームバーグ、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レート (EURCHF) 月次ティックチャート



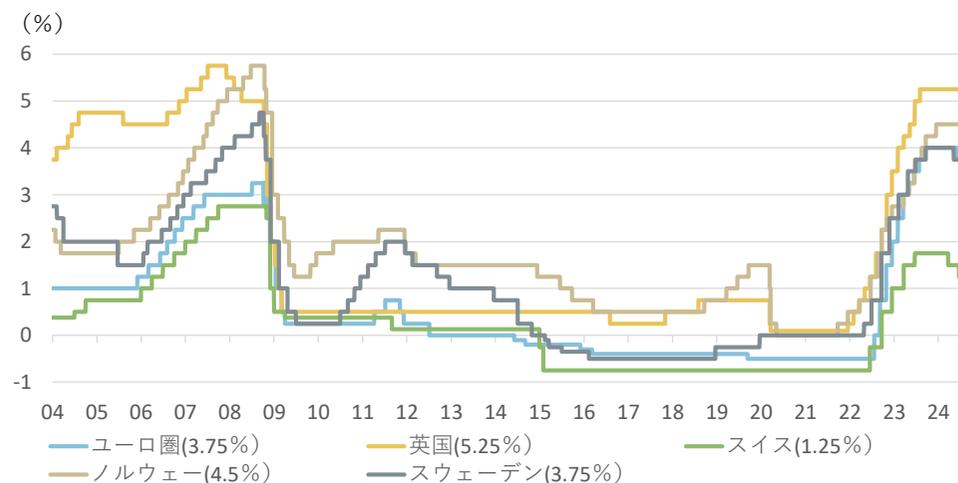
ノルウェークローネ対ユーロレート (EURNOK) 月次ティックチャート



スウェーデンクローナ対ユーロレート (EURSEK) 月次ティックチャート



欧州各国・ユーロ圏の政策金利の推移



# 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 *[insert details of the 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.

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. The interpretation of the Presentation shall, to the extent appropriate, be governed by English law and subject to the jurisdiction of the English courts.

The email addresses of Mizuho staff indicate by which entity they are employed: (i) [name]@mhcb.co.uk indicates Mizuho Bank, Ltd.; (ii) [name]@us.mizuho-sc.com indicates Mizuho Securities USA; and (iii) [name]@uk.mizuho-sc.com indicates Mizuho International plc; and (iv) [name]@mizuhocbus.com indicates Mizuho Bank (USA).

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.