

欧州G10通貨週報

2024年7月29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	英国政府は 痛みの伴う財政再建 へ。スターマー首相は、英国政府が「我々が考えていたよりも深刻な危機」に直面しており、「あらゆる場所で失敗している」と述べる。（7月24日）	英金利を中心に不安定化のリスク。 保守党や、一部のメディアは、こうした「警告」が増税に向けた地ならしではないかと指摘。労働党政権は、所得税、国民保険料、付加価値税、法人税の引き上げの可能性を既に排除しており、キャピタルゲインと相続に関する課税の引き上げや、年金を相続税の範囲内に含める措置、などが発表される可能性が英国メディアでは取り沙汰されている。リーブス財務相は7月29日に、予算案と支出計画発表のタイミングを設定する予定。
英国・ ユーロ圏 経済	7月欧州主要国PMI ユーロ圏、特にドイツの落ち込みが目立つ。英国は底堅い結果に。（7月24日）	ポンド高、ユーロ安。 ドイツの製造業・サービス業PMIは前月からの改善が見込まれていたが、市場予想を裏切り前月から悪化するという結果に。対照的に、英国は底堅い結果に。サービス物価関連のPMI内訳項目も上昇しており、8月1日に控えるイングランド銀行(BOE)の会合での利下げの可能性をやや低下させる内容。
英国 政治	先の英国総選挙で下野した保守党が新党首の選出を11月2日に発表すると表明。（7月24日）	当面はニュートラル。 BBCによると、7月29日に立候補が締め切られ、9月に議員の投票で4名の候補まで絞り込まれ、さらに、9月末から10月2日までに最終的に2名に候補が絞り込まれる。その後、10月31日までの党員の投票で新党首が選出される。

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 経済	ドイツ 7月のIFO期待指数 は一段と低下。(7月25日)	ドイツ金利低下、ユーロ安。 7月のIFO期待指数は86.9と、前月の88.8(改定値)から低下。前日発表のPMI指数に引き続き、ドイツが危機モードからの脱却に苦慮している様子が鮮明となった。
ユーロ圏 政治	フランスの極左政党が、2023年の 年金改革 を巻き戻す法案を提出見込みと発表。(7月23日)	フランスとドイツの10年国債スプレッドは再び拡大、ユーロ安。 左派連合の一角である不服従のフランスが2023年に実現した退職年齢の62歳から64歳に引き上げに対し、この年金制度改革を撤廃する(退職年齢を62歳に戻す)法案を提出する見込みと発表。年金改革には、左派も極右政党も反対している。
ユーロ圏 政治	フランスの 次期首相の任命 は8月中旬のオリンピックの閉幕後に(7月23日)	当面はニュートラル。 これまでのところ、主流派の政党による少数政権の組閣のシナリオの公算が強まりつつある。
ユーロ圏 政治	イタリアのメローニ首相が北京訪問(7月27日～31日)	ニュートラル。 イタリアは2023年12月に中国の経済圏構想「一带一路」を離脱したが、中国との経済協力を引き続き重視する構え。

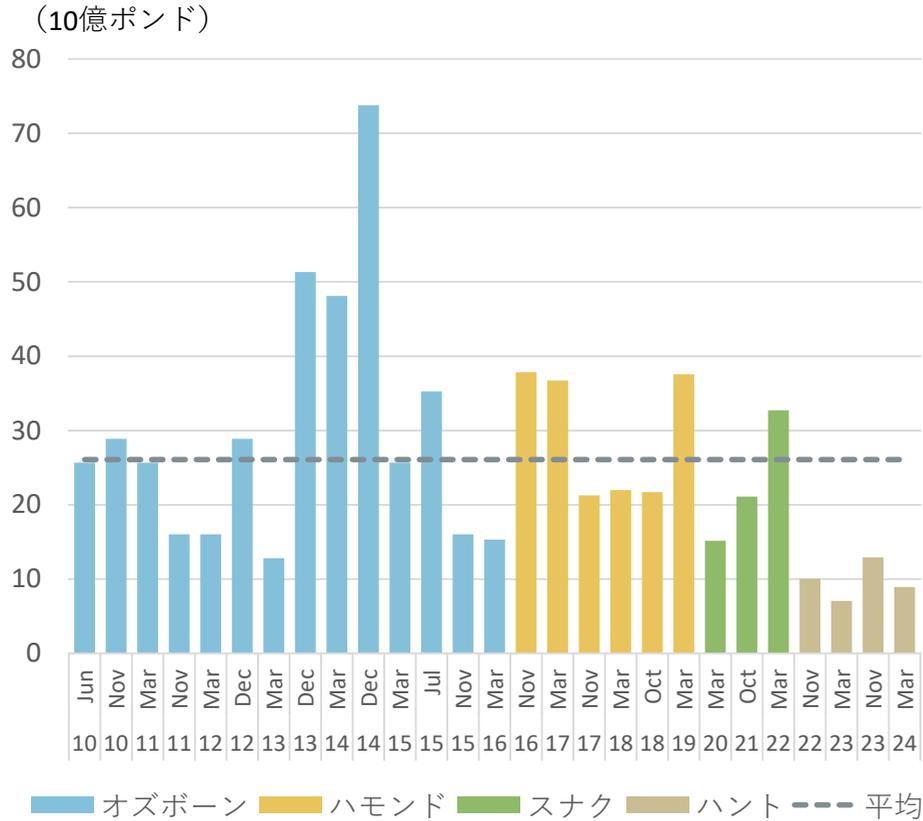
注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「パリ五輪開幕式でのセリーヌ・ディオンのケベック問題」

- パリ五輪が始まりましたね。パリ市内を舞台に繰り広げられた開会式はどれも見ごたえがありましたが、特に終盤、エッフェル塔を舞台にセリーヌ・ディオンのフランスの伝説的なシャンソン歌手エディット・ピアフの「愛の賛歌」を歌い上げたのは、心に迫るものがありました。
- セリーヌ・ディオンはカナダのフランス語圏であるケベック州の出身であり、開幕式の様子を伝えるYoutubeのコメント欄には、「ケベックの誇り」、「歴史的偉業」という同州出身の人たちと思われる書き込みが多く見られました。
- 前職ではカナダ経済・金融市場を担当していた時期もあったのですが、カナダ中銀は声明文や記者会見において、英語とフランス語の両方で説明を行います。総裁会見は、英語→フランス語と交互に説明するため、時間がかかり、しかも日本では深夜のためリアルタイムで視聴するのは体力的にかなりつらかった記憶があります。
- そのケベック州ですが、カナダの他の州が英語を公用語とするなかで、唯一、フランス語のみを州の公用語と定めており、独立の機運が強い地域でもあります。1970年代には急進派のケベック解放戦線によるテロ事件が起きたほか、1980年と95年に独立に関する州民投票の結果、独立は僅差で否決されています。
- 一国の中で、異なる文化、歴史的な背景があり、異なる言語が話されているのは、欧州では見慣れた光景でもあります。とても大変そうだな、と思うのですが、欧州にいと、こうした多言語・多文化の環境のメリットを感じる機会も多いです。例えば、東欧のルーマニアでは、北西部のトランスシルヴァニア地方にドイツ語のコミュニティがあり、ドイツとのビジネス上の連携が円滑に行えることが、同地域に多くの製造業の企業が進出するメリットとなっているという話を現地で聞きました。
- もちろん、その国の共通語、さらには世界共通語である英語を身に着けることは重要だと思います。ただ、セリーヌ・ディオンのパリ五輪での大役を担ったのも、カナダ・ケベック州の人々が自身のルーツであるフランス語を守り抜いた歴史があってこそであり、そうした意味でも今回の歌唱は「ケベックの誇り」、「歴史的偉業」だったのではないかと感じます。

英国労働党政権は痛みの伴う財政再建へ

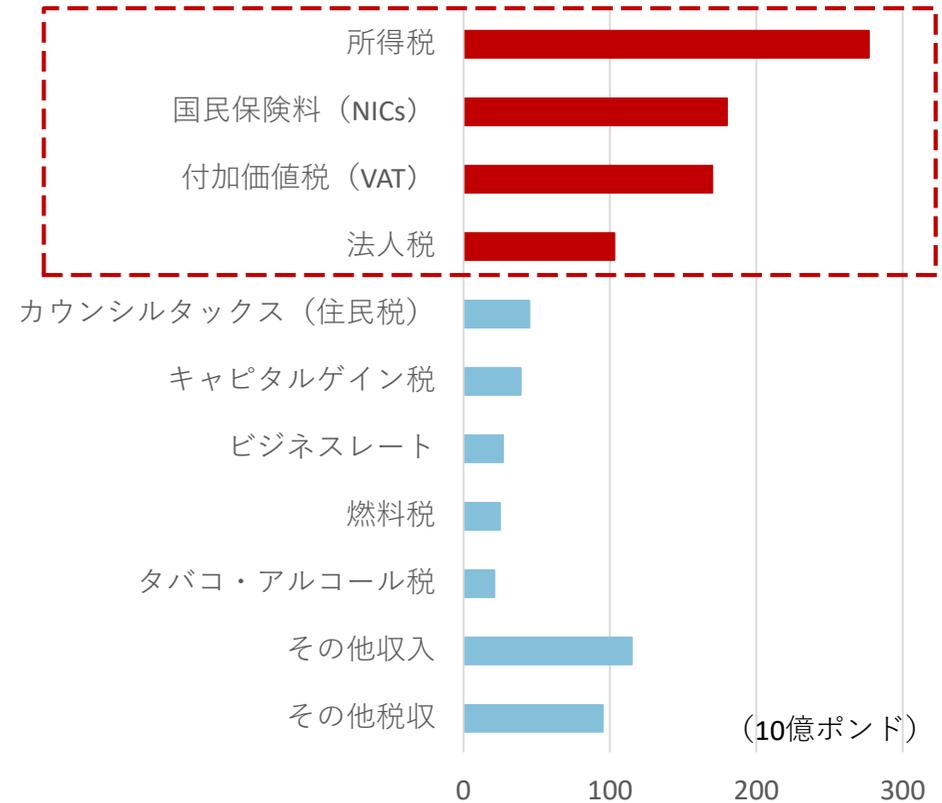
英国 財政余地（ヘッドルーム）



(出所：英予算責任庁 (OBR)、みずほ)

英国 公的部門 2023/24年度歳入

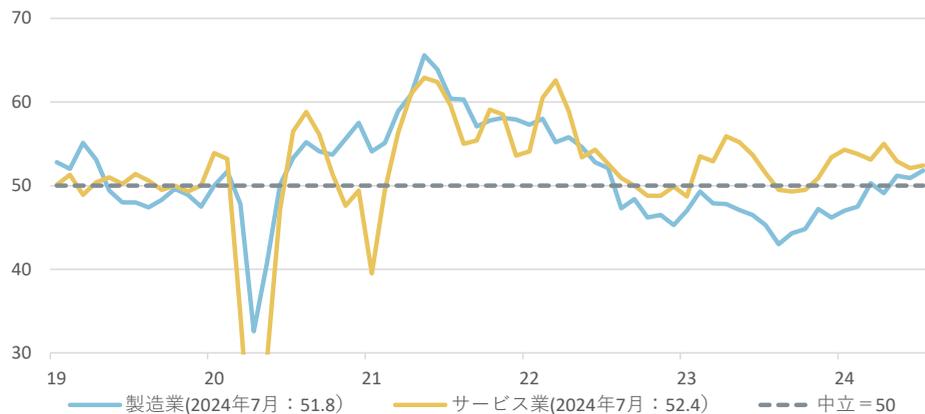
主要な4つの歳入源の基本税率の引き上げは既に排除している



労働党政権は、所得税、国民保険料、付加価値税、法人税の引き上げの可能性を既に排除しており、キャピタルゲインと相続に関する課税の引き上げや、年金を相続税の範囲内に含める措置、などが発表される可能性が英国のメディアでは取り沙汰されている。リーブス財務相は7月29日に、予算案と支出計画発表のタイミングを設定する予定。

7月欧州主要国PMI ユーロ圏、特にドイツの落ち込みが目立つ

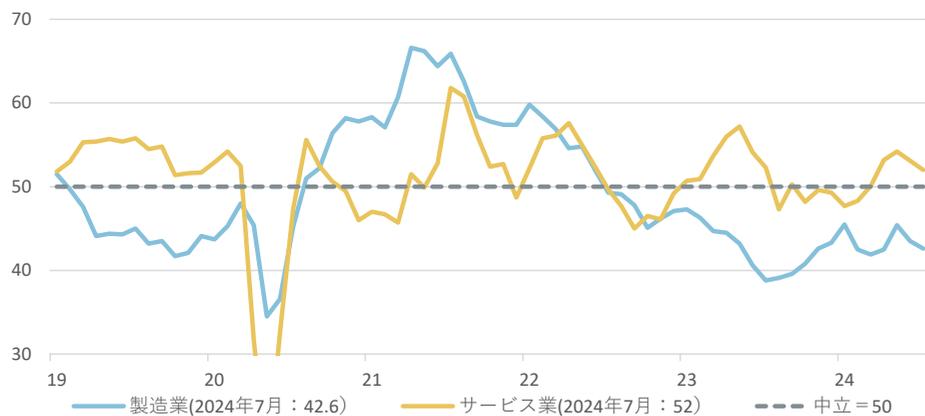
英国



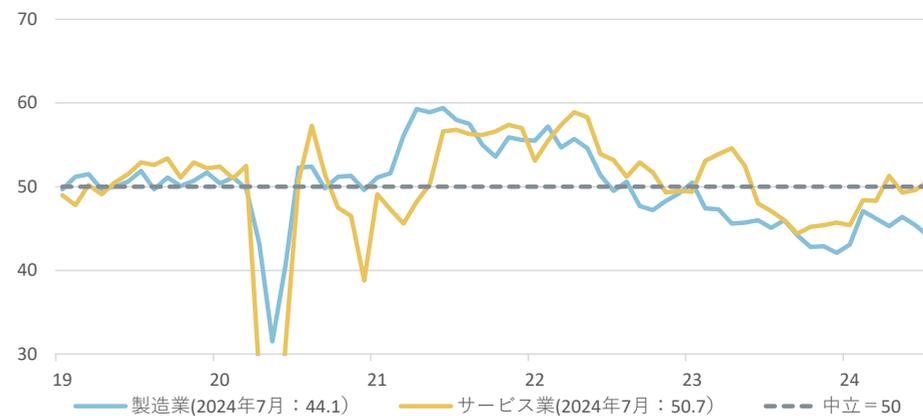
ユーロ圏



ドイツ



フランス

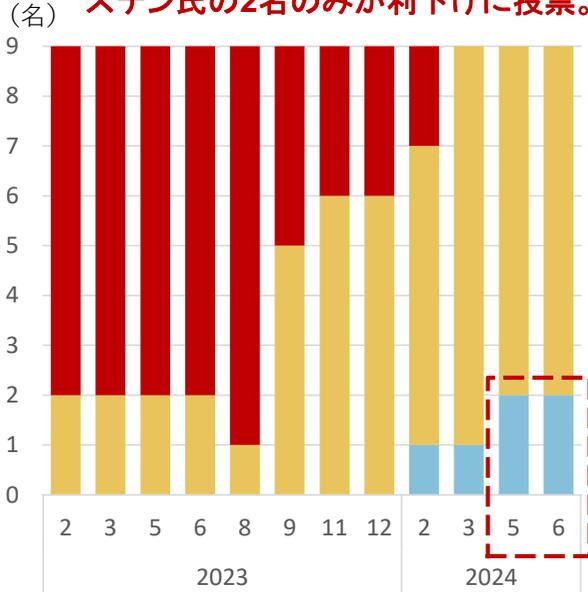


ドイツの製造業・サービス業PMIは前月からの改善が見込まれていたが、市場予想を裏切り前月から悪化するという結果に。対照的に、英国は底堅い結果に。サービス物価関連のPMI内訳項目も上昇しており、8月1日に控えるイングランド銀行（BOE）の会合での利下げの可能性をやや低下させる内容。

イングランド銀行（BOE）の8月会合での利下げの織り込みは5分5分の状況

MPCの投票

過去2会合では、ディングラ委員とラムズデン氏の2名のみが利下げに投票。

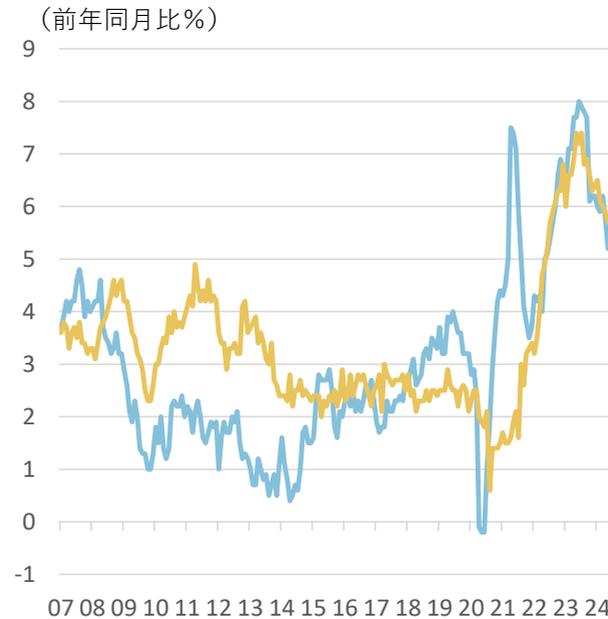


- 利上げ票(2024年6月：0名)
- 据え置き票(2024年6月：7名)
- 利下げ票(2024年6月：2名)

(出所：BOE、ブルームバーグ、みずほ)

CPIサービス価格と週平均賃金（賞与を除く）

サービス価格は高止まりが続くも、賃金の伸び率は5月に大きく低下。



- 週平均賃金(2024年5月：前年同月比+5.2%)
- CPIサービス価格(2024年6月：前年同月比+5.7%)

(出所：ONS、ブルームバーグ、みずほ)

SONIAスワップの金利織り込み 累計変化率

過去1週間でBOEの8月会合での25bpの利下げ織り込みは5分5分で変わらず。

(単位：bp)

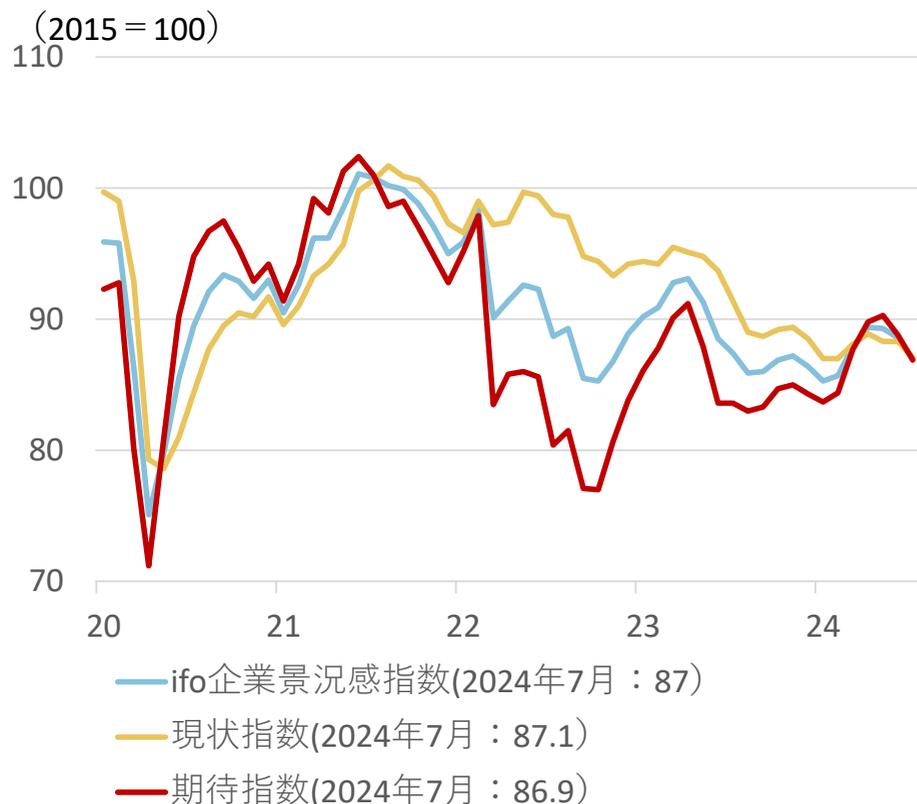
		6月30日 (6月末)	7月19日 (先週末)	7月26日 (直近)
2024年	8月	▲16	▲12	▲13
	9月	▲22	▲21	▲23
	11月	▲35	▲36	▲40
2025年	12月	▲45	▲48	▲50
	2月	▲56	▲63	▲66
	3月	▲65	▲74	▲77

(出所：ブルームバーグ、みずほ)

6月CPIではサービス価格の高止まりが鮮明となったが、サービス価格に先行する傾向のある賃金の伸び率は5月に鈍化した。また、6月の小売売上高は5月から大幅に落ち込んだ一方、7月PMI速報値では景気回復への期待が継続しサービス価格に関連する項目は上昇が続いている。このように7月に公表された経済指標はまちまちなシグナルを発している上に、様々な一時的要因（またはノイズ）、統計自体の信用度に対する疑念、といった問題がある。また、8月1日の会合から新たに参加するロンバルデリ氏の政策スタンスも未知数の部分が多い。BOEはサービスインフレの一段の低下の証拠を見極めようとする（利下げは見送られる）と見ているが、非常に微妙な判断になることは否めない。

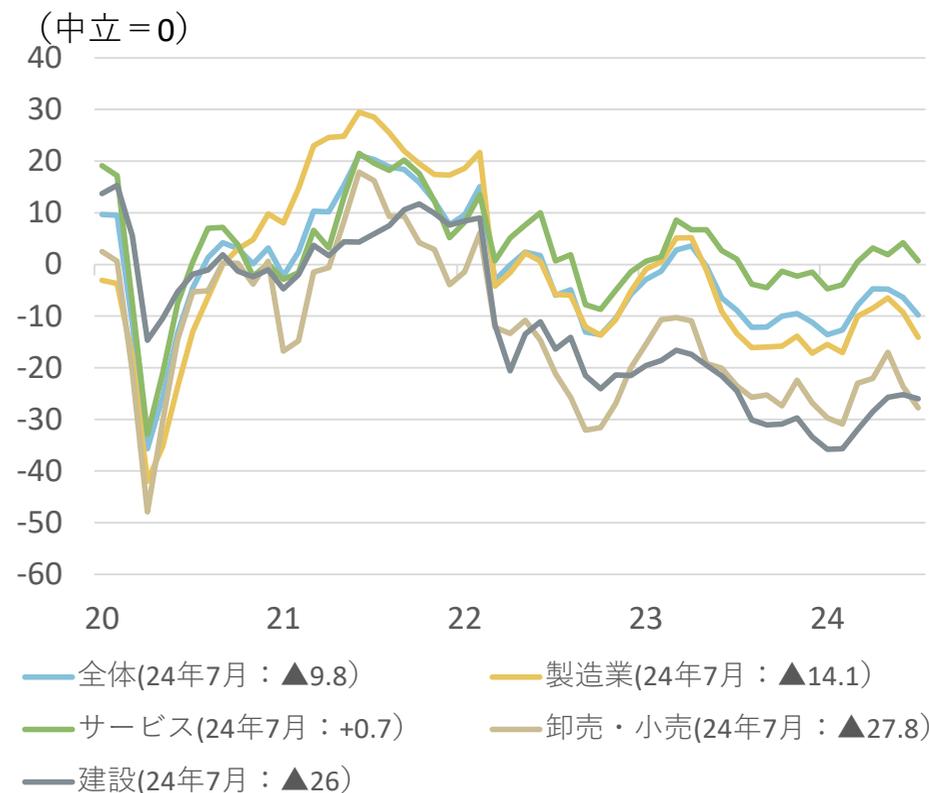
ドイツ 7月のIFO期待指数は一段と低下

ドイツifo 企業景況感指数



(出所：ifo、ブルームバーグ、みずほ)

ドイツ Ifo セクター別景況感

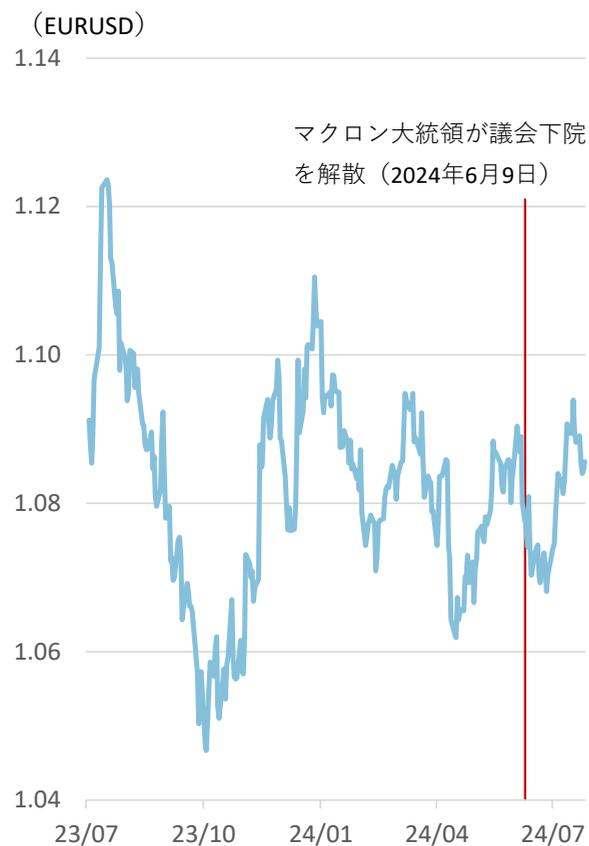


(出所：ifo、ブルームバーグ、みずほ)

7月のIFO期待指数は86.9と、前月の88.8（改定値）から低下。前日発表のPMI指数に引き続き、ドイツが危機モードからの脱却に苦慮している様子が鮮明となった。

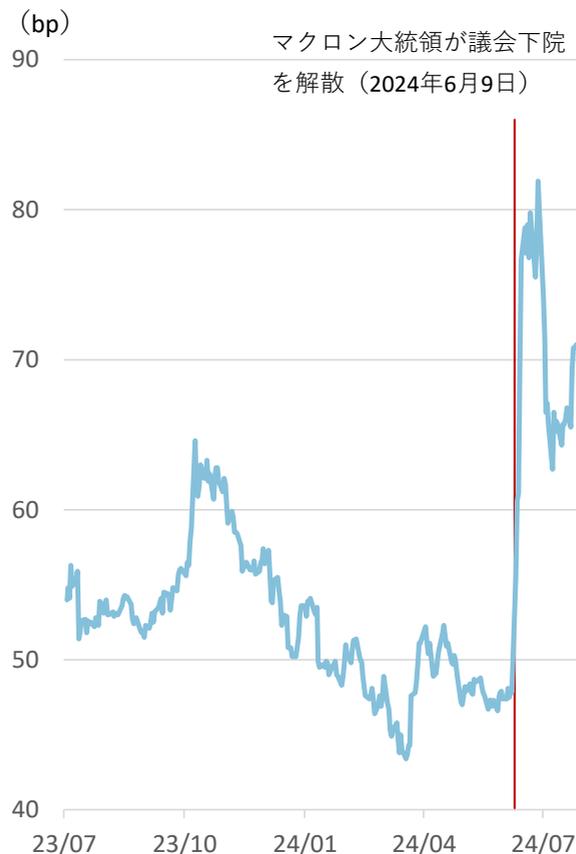
ユーロとフランス金融市場の動向

ユーロドル相場



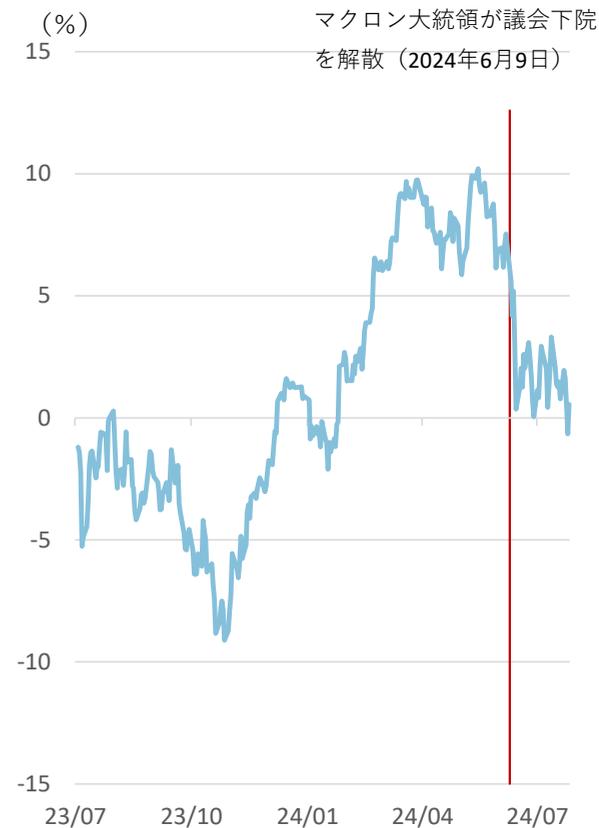
(出所：ブルームバーグ、みずほ)

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

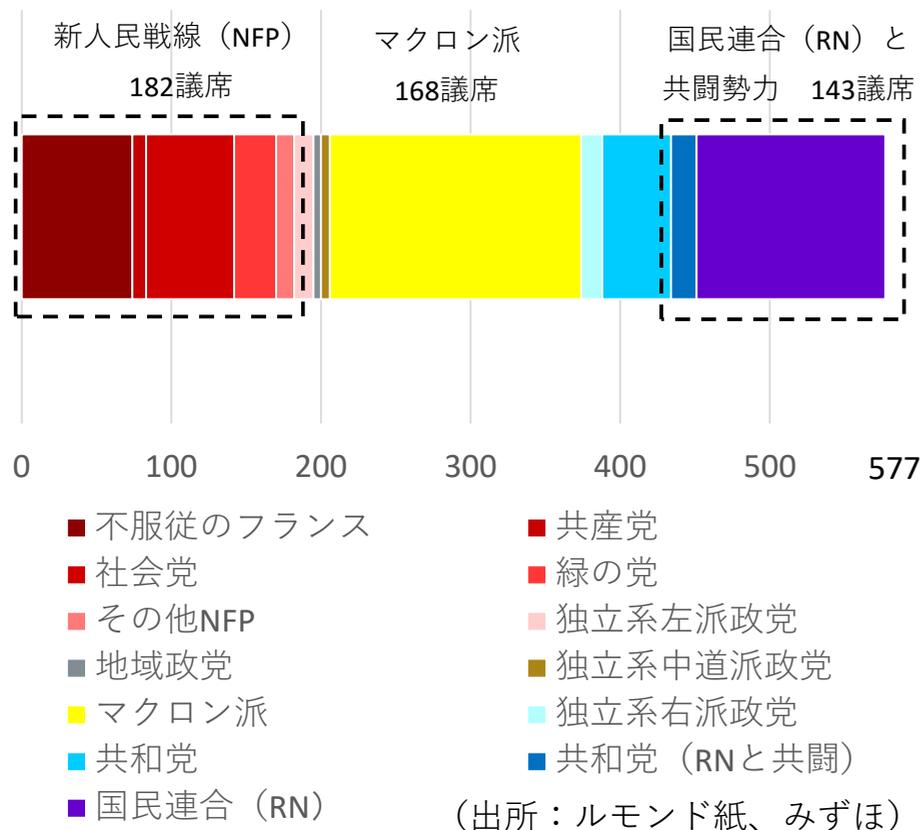


(出所：ブルームバーグ、みずほ)

7月23日には、2023年に実現した退職年齢の62歳から64歳に引き上げに対し、左派連合の一角である不服従のフランスがこの年金制度改革を撤廃する（退職年齢を62歳に戻す）法案を提出する見込みと発表したことを受け、フランスとドイツの10年国債スプレッドは再び拡大した。

フランスの次期首相の任命は、パリ五輪閉幕後に

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7月23日、アタル内閣の総辞職に伴う次期首相の任命について、7月26日に開幕したパリ五輪期間中の混乱を避けるため、8月中旬の閉幕後になるという認識を示した。

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
対ドル						
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
対ユーロ						
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
対円						
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、国債価格下げに至る可能性は高く、それ自体がユーロ売り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

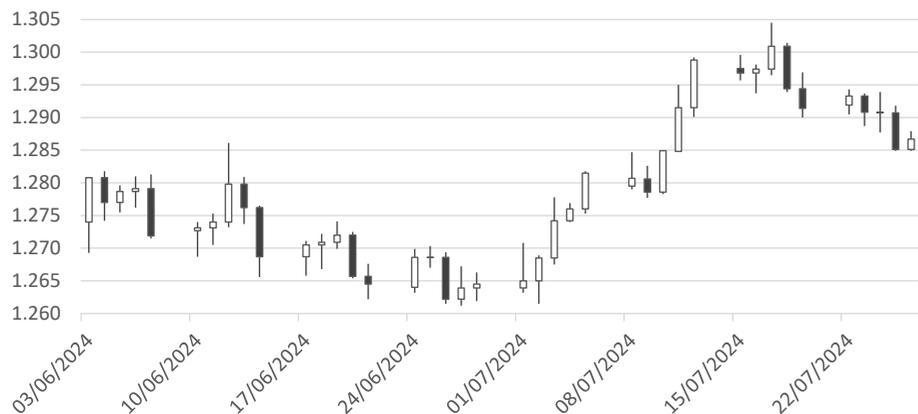
リクスバンクの6月会合でのガイダンスは一段とハト派化。クローナは軟調地合いが続く公算。

- 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。

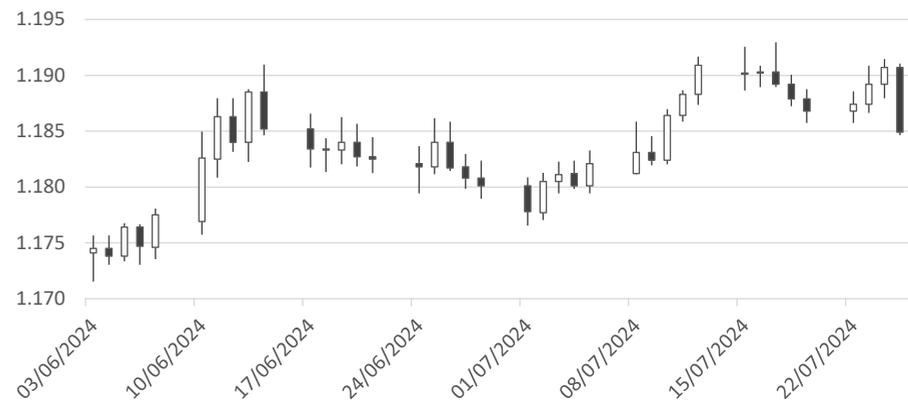
マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

英国 マーケットデータ (1 / 2)

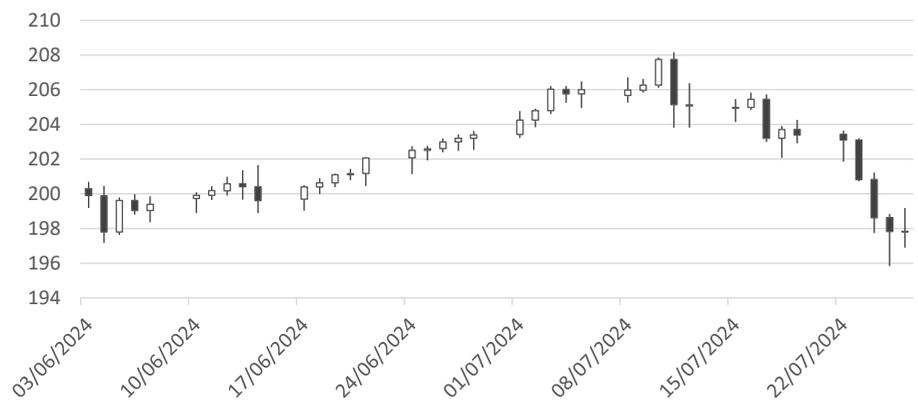
ポンド対ドル相場 (GBPUSD)



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

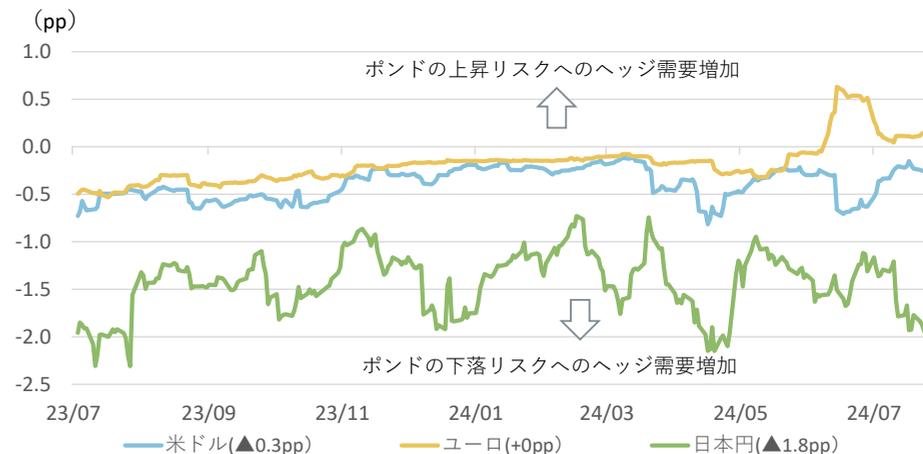


英国 マーケットデータ (2 / 2)

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)



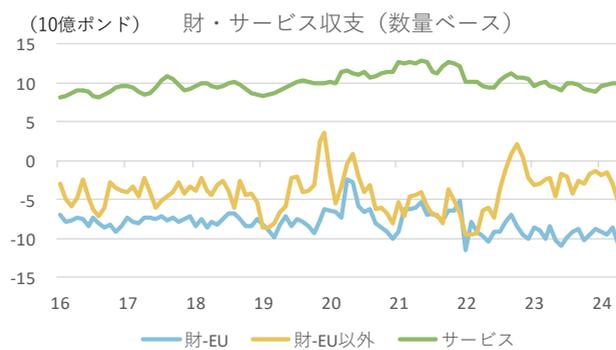
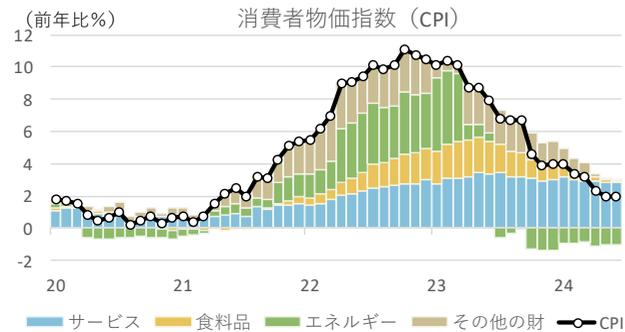
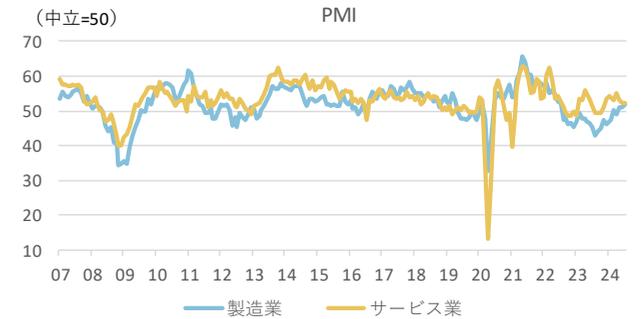
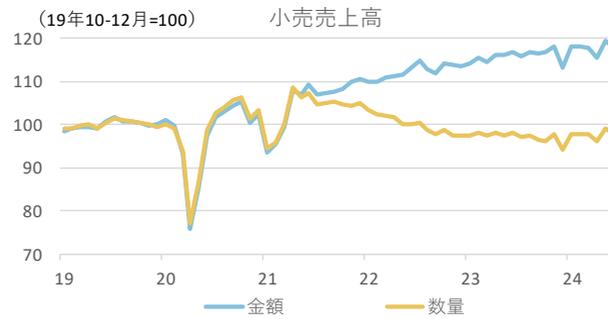
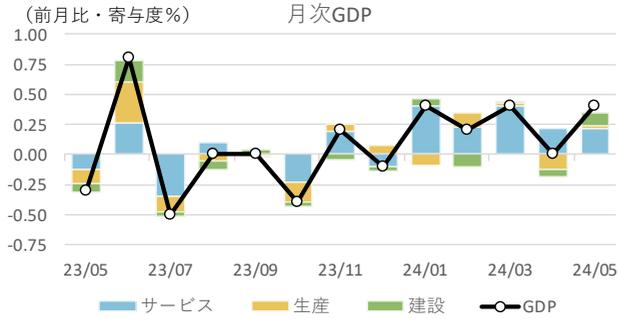
英国国債 (ギルツ) 利回り、政策金利



FTSE100種総合株価指数 年間騰落率



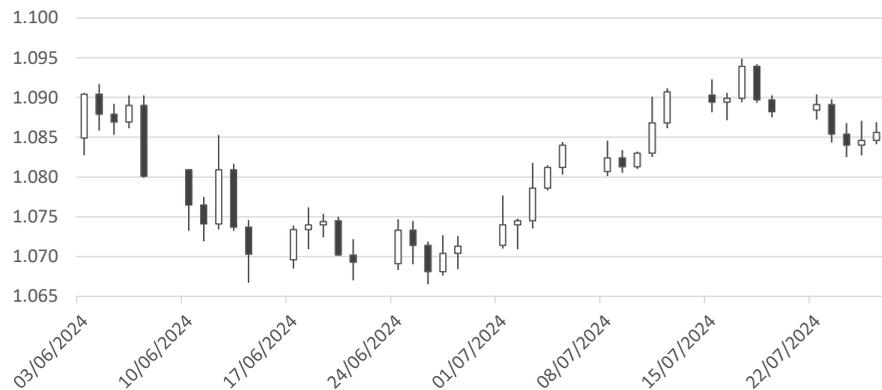
英国 主要経済指標



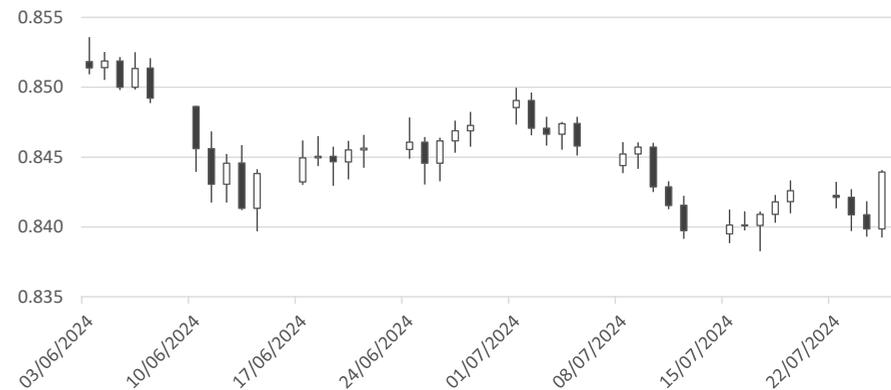
(出所：英国家統計局、英財務省、ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

ユーロ圏 マーケットデータ (1 / 2)

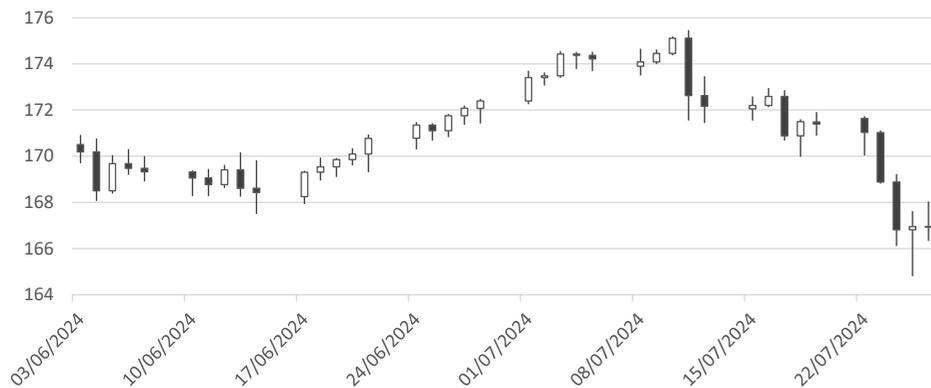
ユーロ対ドル相場 (EURUSD)



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

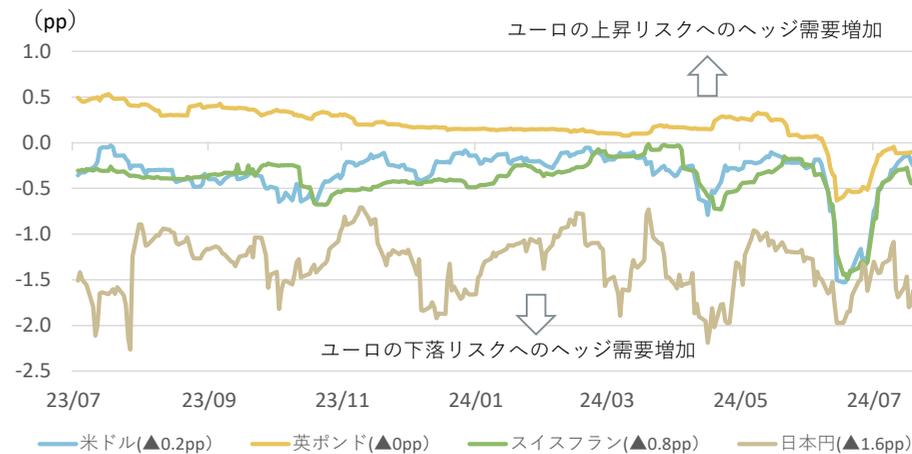


ユーロ圏 マーケットデータ (2 / 2)

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)



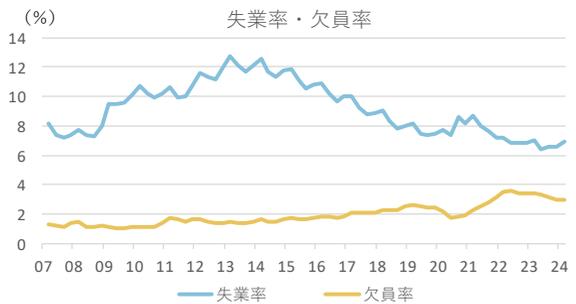
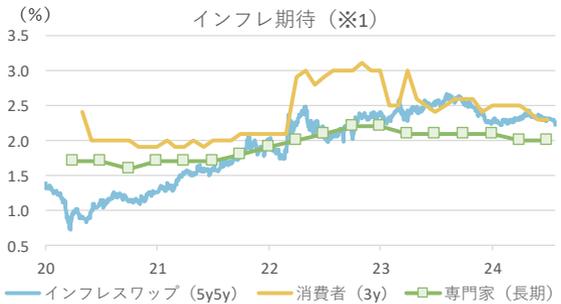
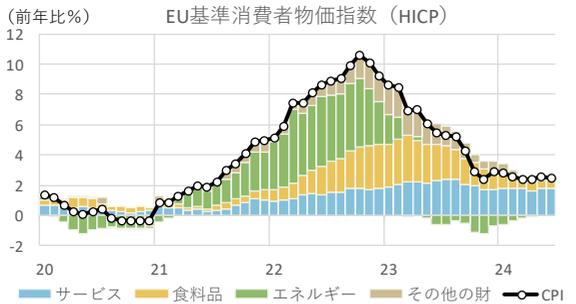
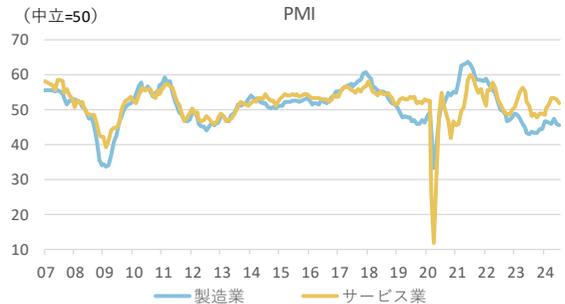
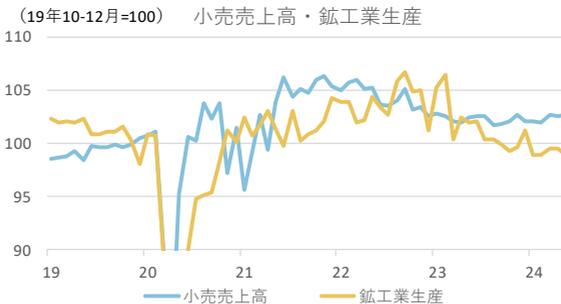
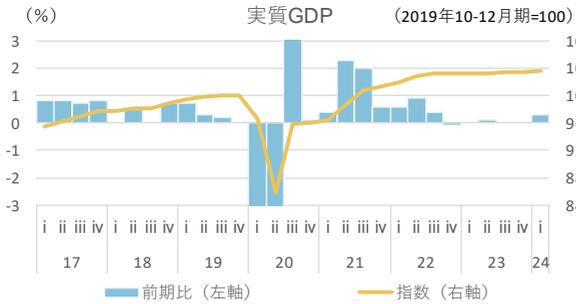
ユーロ圏主要国 10年国債利回り



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)、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



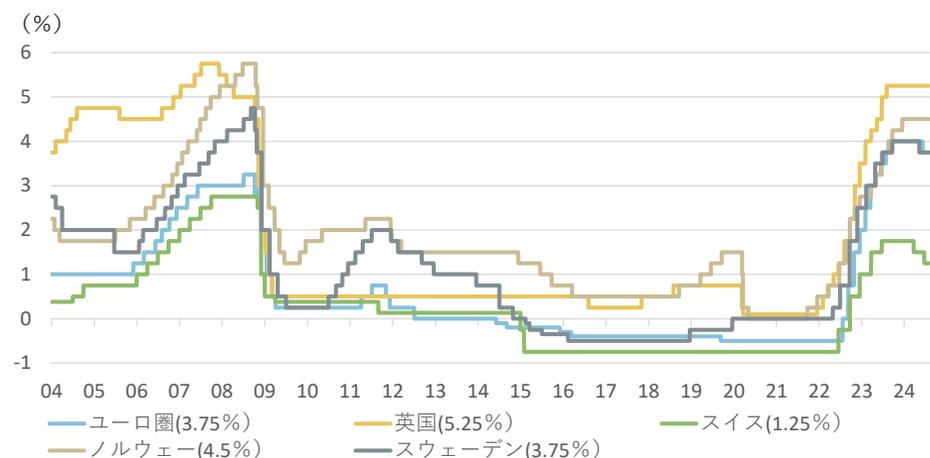
ノルウェークローネ対ユーロレート (EURNOK) 月次ティックチャート



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.