

欧州G10通貨週報

2024年9月16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	英国の週平均賃金(賞与を除く) は7月までの3カ月間に前年比+5.1%と2年ぶりの低水準の伸びに。(9月10日)	若干の英金利低下、ポンド安材料。 イングランド銀行(BOE)の緩和路線維持をサポートする要因になると見られる。一方、5-7月の失業率は4.1%に6月までの3カ月と比較して0.1%ポイント低下しており、労働需給の逼迫が継続していることからBOEは慎重姿勢は維持する公算。
英国 経済	英国7月GDP は2か月連続で前月比横ばい。(9月11日)	若干の英金利低下、ポンド安材料。 年前半の景気拡大の勢いが失速。7月は好調なサービス分野がプラスに寄与する一方で、生産と建設の落ち込みが響いた。イングランド銀行による金融緩和路線を後押しする結果に。
ユーロ圏 金融政策	欧州中央銀行(ECB) は市場予想通り政策金利を25bp引き下げ。(9月12日)	若干のユーロ高要因。 ラガルド総裁は記者会見で、10月17日の理事会までに「比較的短い期間」しかない、「10月会合について、何も約束はしない」と発言しており、10月会合での追加利下げ観測は後退。 ECBのスタッフ見通しは、CPIの見通しが据え置きとなる一方、コアCPIは2024年から2025年にかけて0.1%ポイントずつ引き上げられた。一方で、GDPの見通しは予測期間全体にわたり0.1%ポイントずつ引き下げられている。ECBはGDPの予想引き下げについて、グローバルな需要の減速を反映したものと説明している。

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	ECB前総裁で前イタリア首相の マリオ・ドラギ 氏が EUの競争力向上に関する報告書 を公表。(9月9日)	市場の反応は極めて限定的。 本来は、EUの構造改革に伴う期待成長率の高まりや、共同債発行に伴う海外からユーロ圏への資金流入の拡大の可能性を考慮すれば、ユーロ高要因だが、実現に向けたハードルは高い。 競争力を回復するために必要な投資額として提示された年間7,500~8,500億ユーロという金額があまりにも大きいこと、財源として共同債発行のアイデアが示されているものの、ドイツのリントナー財務相が「ドラギレポート」の公表直後、即座に否定したこと、から提案が実現するとは到底考えにくい、という受け止めに市場ではつながったものと見られる。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「ドラギレポートに冷淡な市場」

ECB前総裁で前イタリア首相のドラギ氏は9月9日、EUの競争力向上に関する報告書（通称ドラギレポート）を公表しました。EUの構造問題に対しては、先行して多くの著作物があり新味はないのですが、非常に包括的に問題点と処方箋が示されています。

市場の観点で言うと、本来は、EUの構造改革に伴う期待成長率の高まりや、共同債発行に伴う海外からユーロ圏への資金流入の拡大の可能性を考慮すれば、ユーロ高要因ではないかと考えられます。もっとも、市場の反応は限定的でした。

ロンドンのマーケット部門の同僚に話を聞いたのですが、ほとんどがドラギレポートは「読んでいない」という回答でした。ページ数が膨大というのも理由だと思いますが、競争力を回復するために必要な投資額として提示された年間7,500～8,500億ユーロという金額があまりにも非現実的なこと、財源として共同債発行のアイデアが示されているものの、ドイツのリントナー財務相が「ドラギレポート」の公表直後、即座に否定したこと、から提案が実現するとは到底考えにくい、という受け止めに市場ではつながったように見受けられます。

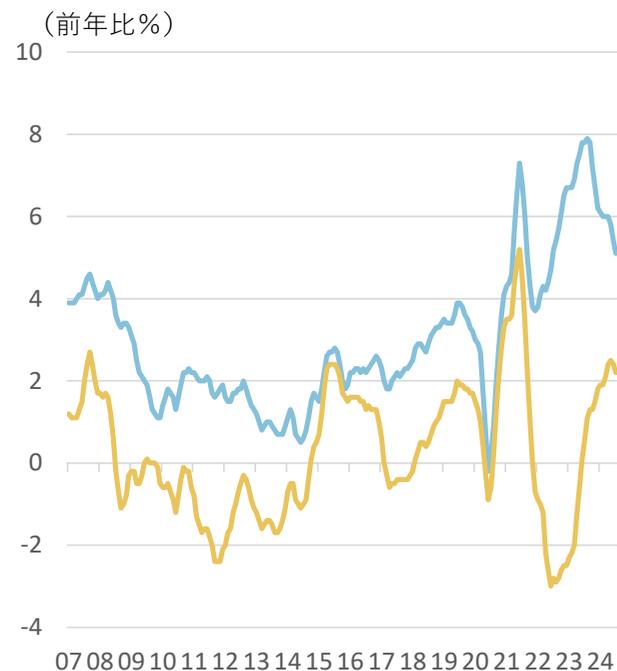
ドイツのみならず、各国政府にとって、EU主導の「正しい」産業政策に乗るインセンティブも、政治的な余裕もないのが現実ではないかと思えます。EU各国でナショナリズムを掲げる極右政党が台頭しており、EU主導で進めてきた移民受け入れ、グリーンエネルギーへの転換、ウクライナ支援といった政策への反発もその要因に挙げられます。2007年にユンケル元欧州委員会委員長が「我々は何をすれば良いのかは知っているが、それをやってしまった場合、どうやれば再選されるのかは分からない」とエコノミスト誌に語っていますが、おそらく今回のドラギレポートに対する各国政府の受け止めにも相通ずるものがあるのではないかと思います。

ただし、遡ること2020年7月には新型コロナで打撃を受けた各国経済を立て直すための復興基金の設立と、財源調達のためEU共同で復興債を発行することが決定しましたが、構想が持ち上がった当初、実現可能性を信じる向きは少なかったように思います。新型コロナのパンデミックという未曾有の危機の中で紆余曲折を経て実現した際には、市場では「より統合されたEU」に対する期待が高まりました（当時、私は別の会社にいましたが、デンマーク人の同僚は明らかに興奮していました）。米国がトランプ政権下においてコロナ対策が迷走していたこともあり、ユーロも当時、約2年ぶりの高値水準まで上昇しています。

EUの競争力強化のための投資に向けた共同債発行」というアイデアは、将来的によりEUが危機的な状況だという認識が広がった場合、実現可能性が高まるのかもしれませんが。本当は、「フォルクスワーゲンのドイツ国内の工場閉鎖検討」のニュースが示唆するように既にそうした状況なのかもしれません。

英国 賃金の伸び率は2年ぶりの低水準に（9月10日）

週平均賃金（賞与を除く）3か月平均



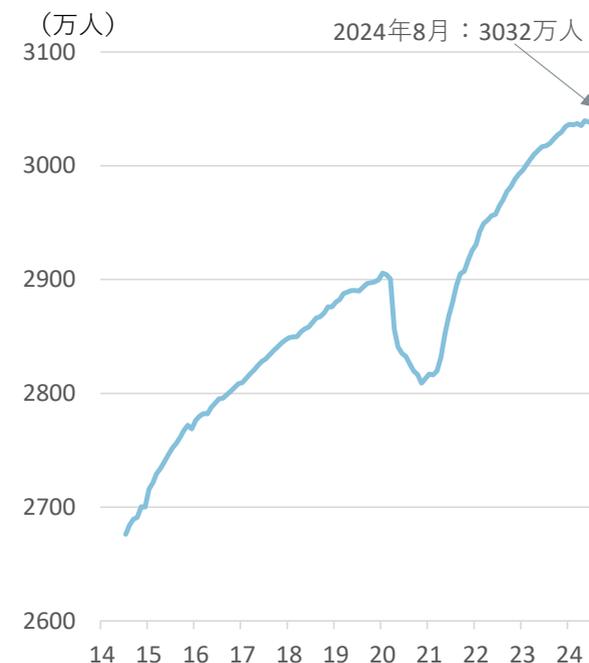
— 名目・除く賞与(2024年7月：前年比+5.1%)

— 実質・除く賞与(2024年7月：前年比+2.2%)

注：3か月平均

(出所：ONS、ブルームバーグ、みずほ)

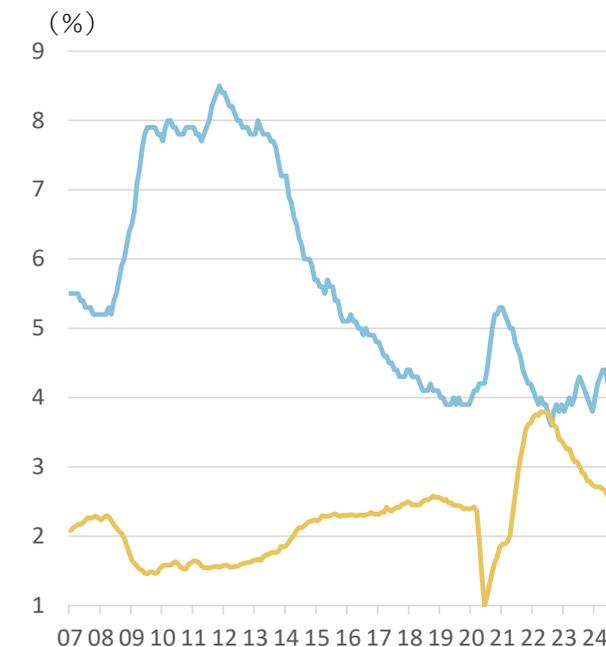
給与所得者数



注：3か月平均

(出所：ONS、HMRC、ブルームバーグ、みずほ)

失業率・求人率



— 失業率(2024年7月：4.1%)

— 欠員率(2024年7月：2.5%)

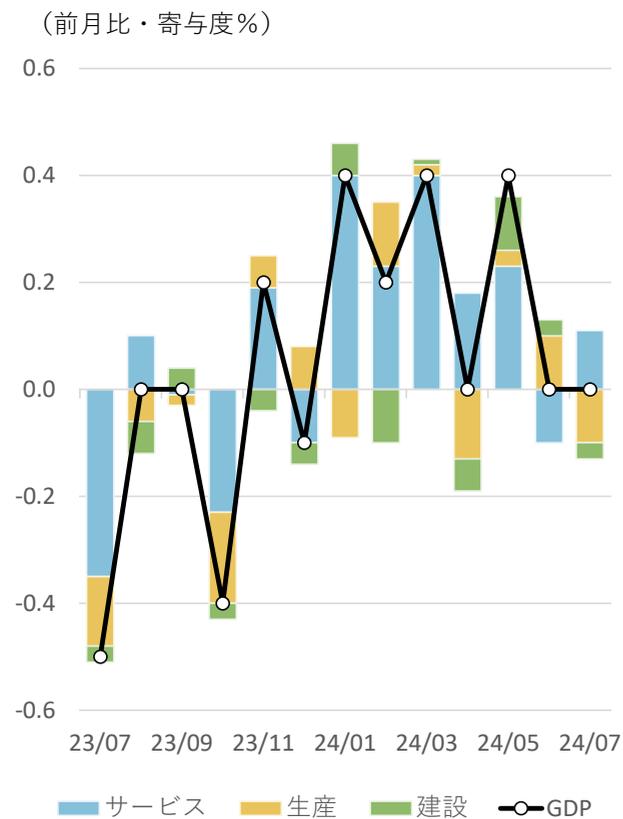
注：3か月平均

(出所：ONS、ブルームバーグ、みずほ)

英国の週平均賃金（賞与を除く）は7月までの3か月間に前年比+5.1%と2年ぶりの低水準の伸びとなった。イングランド銀行（BOE）の緩和路線維持をサポートする要因になると見られる。一方、5-7月の失業率は4.1%に6月までの3か月と比較して0.1%ポイント低下しており、労働需給の逼迫が継続していることからBOEは慎重姿勢は維持する公算。

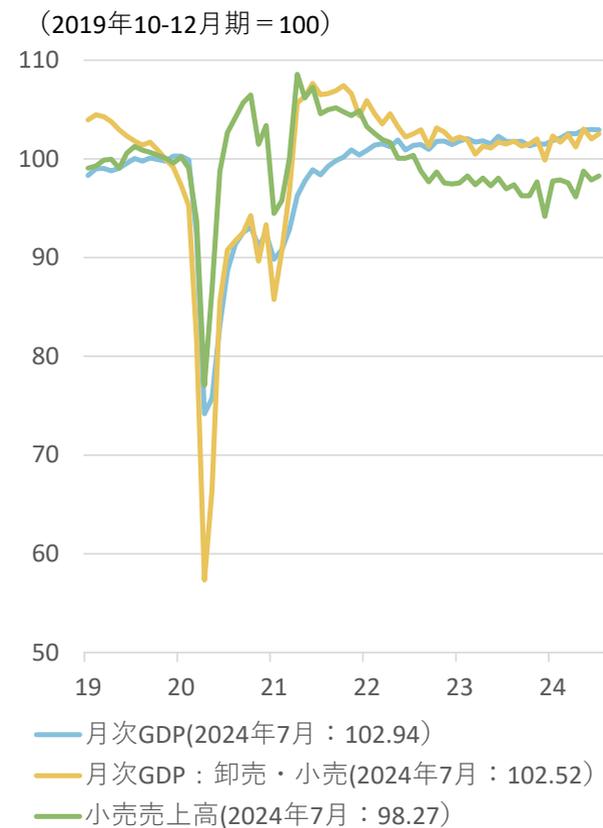
英国 7月GDPは2か月連続で前月比横ばい（9月11日）

月次GDP 主要業種別寄与度



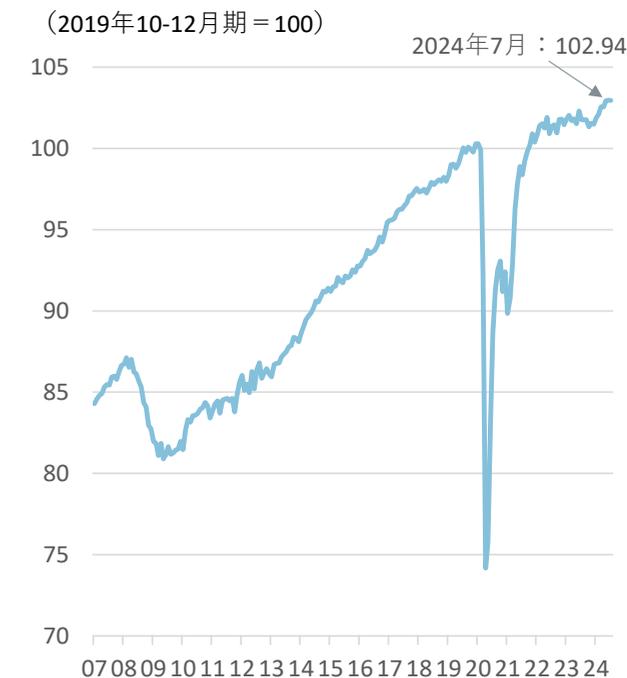
(出所：ONS、マクロポンド、みずほ)

小売売上高との比較



(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

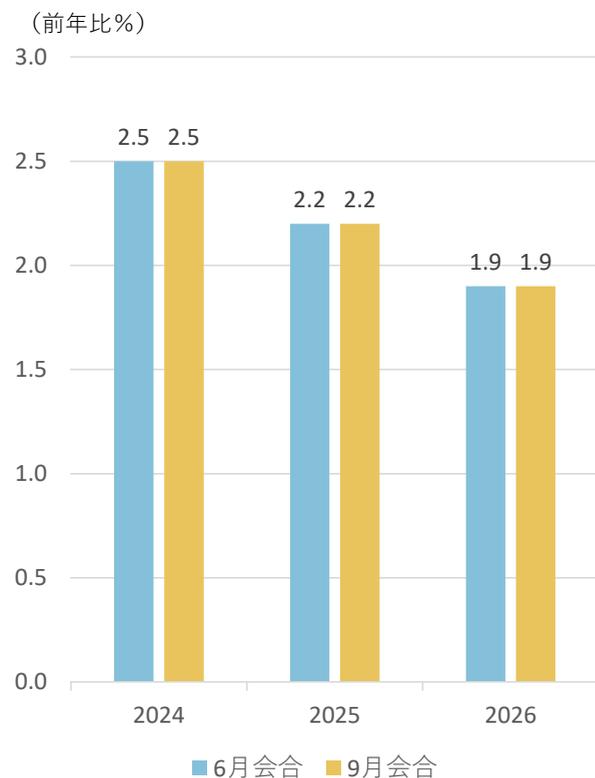


(出所：ONS、ブルームバーグ、みずほ)

年前半の景気拡大の勢いが失速。7月は好調なサービス分野がプラスに寄与する一方で、生産と建設の落ち込みが響いた。イングランド銀行による金融緩和路線を後押しする結果に。

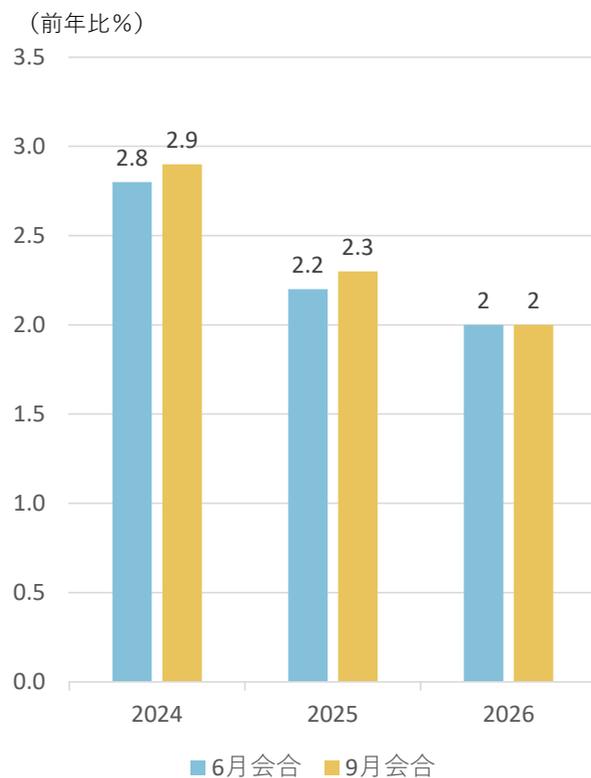
欧州中央銀行（ECB）は市場予想通り政策金利を25bp引き下げ（9月12日）

CPI見通し



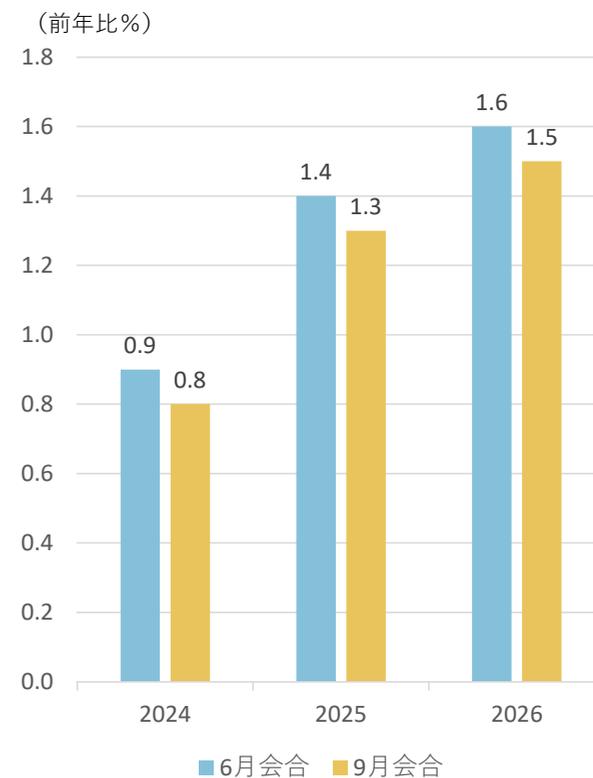
(出所：ECB、みずほ)

コアCPI見通し



(出所：ECB、みずほ)

実質GDP見通し



(出所：ECB、みずほ)

ラガルド総裁は記者会見で、10月17日の理事会までに「比較的短い期間」しかない、「10月会合について、何も約束はしない」と発言しており、10月会合での追加利下げ観測は後退。ECBのスタッフ見通しは、CPIの見通しが据え置きとなる一方、コアCPIは2024年から2025年にかけて0.1%ポイントずつ引き上げられた。一方で、GDPの見通しは予測期間全体にわたり0.1%ポイントずつ引き下げられている。ECBはGDPの予想引き下げについて、グローバルな需要の減速を反映したものと説明している。

前ECB総裁のドラギ氏が、EU競争力回復に向け提言を発表

- マリオ・ドラギ氏が、欧州の競争力について欧州委員会へ報告（9/9）。脱炭素化や安全保障の強化など、EUの大きな方針に沿いつつも、米国や中国などの保護主義的政策も意識した、具体的で大胆な提案も
 - 民間セクターでは必要な投資を賄えないとして、財政による支援の必要性などを訴える

EU:ドラギ氏による競争力レポート(9/9)

<3つの主要な行動方針>

①EUの総力結集・深く集中

②脱炭素化を欧州の成長の源泉とするための、産業をまたがる共同計画

欧州の野心的な気候変動目標は、首尾一貫した計画と一致すれば、欧州にとってチャンスも、政策の調整を怠れば、脱炭素化が競争力と成長に逆行する恐れ

中期的には、脱炭素化は、発電を安全で低コストのクリーンなエネルギー源にシフトさせるのに役立つが、少なくともこの10年間は、化石燃料がエネルギー価格の中心的役割を果たすため、脱炭素化の恩恵を（スムーズに）エンドユーザーに移転する計画がなければ、エネルギー価格は引き続き成長の重荷に

EUはトレードオフの可能性に直面。中国依存度を高めることは、脱炭素化目標を達成するための最も安価で効率的な方法である可能性も、EUのグリーン技術や自動車産業に対する脅威

③安全保障の強化と域外依存の削減

EUは総体として世界第2位の軍事費支出国であるが、それは防衛産業能力の強さには反映されておらず、防衛産業はあまりにも細分化されているため、大規模な生産ができず、装備品の標準化と相互運用性の欠如に悩み

<2つの結論>

第一に、欧州は資本市場同盟を進めなければならないが、**公的セクターの支援なしに民間セクターが投資資金の大部分を負担することはできない。**

第二に、EUが**生産性向上のための改革に積極的であればあるほど、財政スペースが拡大し、公的セクターによる支援が容易になる。**

Annual additional investment needs (2025-2030)
In EUR billion

Investment category	2025-2030	
Achieving the energy transition	Energy (including the deployment of clean technologies)	300
	Transport (including charging infrastructure)	150
	Total	450
Becoming a leader in digital technologies	150	
Strengthening defence and security capabilities	50	
Boosting productivity through breakthrough innovation	100;150	
Total annual additional investment needs	750;800	
ECB estimate	771	

毎年7500～8000億ユーロ（GDP比4.4～4.7%）の追加投資が必要

ドラギレポートでは、競争力回復に向け10の産業別提案

- ドラギ氏の競争力レポート（9/9）では、競争法の緩和による大規模な買収の許容や、CBAMへの自動車産業の適用、防衛分野におけるEUへのさらなる権限移譲などにも踏み込んでおり、今後のEU内での議論に進捗に要注目

EU:ドラギ氏による競争力レポート(9/9)

セクター	主な課題	提言(例)
エネルギー	ガスの団体交渉力不足、LNG長期契約・PPA不足、ガスパイプライン・電力網不足など	EUレベルでの包括的な戦略による長期契約・パートナーシップ強化。共同調達、市場変動に対する保険の提供。PPA支援、 新たな原発の開発加速 など
重要原材料	採掘・精製の海外依存など	国内生産・加工・リサイクル強化など
AI、半導体	企業による投資不足、半導体への支援不足など	加盟国間のルールの調和。 半導体に特化したEU予算確保 など
エネルギー集約型産業	エネルギー価格高騰、 高いカーボンプライシング など	EIB(欧州投資銀行)活用による、不確実性の低減のための 金融ソリューション 、中小企業へのEUタクソミー簡素化、 CBAM改善(難しい場合ETS無償配賦削減の延期可能性も検討) など
クリーン技術	太陽光やバッテリーなど同技術・必要資源の供給元が中国などに集中。EU企業にとってインプットコスト高。 R&D支援が産業政策と十分リンクしていない	明示的なEU内最低生産比率の導入。 技術ごと現実的な輸入多様化目標 の導入・ 共同投資による第三国との産業パートナーシップ確立 などによる、供給源の多様化。FDIIにおける知財権保護強化など
自動車	需要とバリューチェーンの変化の中での、競争力低下(コスト高、技術力の遅れ、原材料の海外依存増大、ブランド価値低下)→根本原因: 首尾一貫しない法律、技術中立性の欠如 など	自動車産業の さらなる自動化 。 自動車部門のためのEU産業行動計画策定 による、バリューチェーンの垂直的および水平的な調整の強化。充電プロトコル、リサイクルなどでの、 標準化の進展 。 CBAMの対象産業の拡大(自動車含む)の検討
防衛	防衛支出の不足。防衛産業の、 EIBや民間資金へのアクセス 。 EU競争規則による防衛産業統合の阻害 。高い米国依存	需要の集約、防衛装備の標準化・調和、中期的なEU防衛産業政策の策定、EUレベルの資金提供、防衛産業の統合、 EUレベルでの権限強化 など。
宇宙	公共投資の不足、 統一的な法的枠組の欠如、軍事活動との連携による相乗効果の活用	法的枠組を通じて、宇宙のための機能的な単一市場の確立、EU多目的宇宙基金の設立など
製薬	公的R&D投資の減少と細分化など	電子健康記録のアクセスと共有、医療データの標準化など
輸送	大規模な戦略的投資、 鉄道市場の分断 など	国境を超えた強力を活用したEU専用のイノベーションPJ立ち上げなど

中期為替見通し

欧州G10通貨中期見通し（2024年8月30日時点）

	Spot	2024 Sep	Dec	2025 Mar	Jun	Sep
対ドル						
EUR/USD	1.10	1.11	1.12	1.12	1.11	1.10
GBP/USD	1.31	1.32	1.33	1.34	1.33	1.32
USD/CHF	0.85	0.84	0.82	0.83	0.85	0.86
USD/NOK	10.6	10.5	10.4	10.3	10.3	10.3
USD/SEK	10.3	10.4	10.4	10.3	10.3	10.2
対ユーロ						
EUR/GBP	0.84	0.84	0.84	0.84	0.83	0.83
EUR/CHF	0.94	0.93	0.92	0.93	0.94	0.95
EUR/NOK	11.72	11.7	11.6	11.5	11.4	11.3
EUR/SEK	11.35	11.5	11.6	11.5	11.4	11.2
対円						
EUR/JPY	161.5	158	158	157	158	158
GBP/JPY	191.9	187	188	188	189	190
CHF/JPY	171.9	169	172	169	168	167
NOK/JPY	13.8	13.5	13.6	13.6	13.8	14.0
SEK/JPY	14.2	13.7	13.6	13.6	13.8	14.1
USD/JPY	146.2	142	141	140	142	144

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8月30日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2024年8月30日時点

英ポンド

景況感改善、政治情勢の安定、追加利下げに慎重な金融政策、
がサポート要因に。

・8月の英ポンド相場は月初こそグローバルなリスクオフに巻き込まれる形で対ドルで下落する場面もあったが、その後は一転して上昇に転じ、2022年3月以来の高水準まで上昇した。ポンドは対円では7月末の193円前後から8月末時点で191円前後に値を切り下げた一方、対ユーロでは月初の下落を完全に取り戻す格好となっており、ユーロに対しても底堅さが目立っている。

9月以降も、英ポンドの堅調な展開は続くと思われる。(1)8月のPMIが製造業・サービス業ともに中立水準を上回る水準から一段と改善したように英国の景況感が(特に対ユーロ圏との比較では)上向きとなっていること、(2)同じくユーロ圏のドイツ、フランスと比較して政治情勢が安定していること、(3)イングランド銀行(BOE)が追加利下げに対して慎重なスタンスをとっていること、が背景に挙げられる。

(3)の点について、BOEのベイリー総裁は23日のジャクソンホール会議での講演の中で、「インフレの二次的波及効果は予想よりも小さい」としながらも、「インフレが中期的にターゲットを維持することへのリスクが解消されるまで、十分な期間、金融政策は抑制的であるべき」とした。BOEは8月1日の会合で利下げを開始したが、追加の金融緩和は慎重に行う姿勢を改めて示した形だ。ジャクソンホール会議では米国連邦制度理事会(FRB)のパウエル議長が「金融政策を調整する時が来た」と述べて来月の会合での利下げを「予告」しているが、利下げに前のめりの印象を受けたFRBとの対比で、BOEの姿勢はタカ派的となっている。

9月も引き続き、米国経済・金融政策の動向が焦点となろうが、英国国内の材料では財政が焦点となる。英国のスターマー首相は8月27日の講演で「10月発表の予算は痛みを伴う」「長期的な利益のために短期的な痛みを受け入れるよう、国民に大きなお願いをしなければならないだろう」と述べている。増税・歳出削減の可能性は以前から意識されていたものの、どのような施策が打ち出されるかは不透明な部分が多い。景況感への影響には一定の注意が必要であろう。

ユーロ

年内2回程度の利下げは規定路線に。賃金の鈍化傾向の底打ち
や巨額の貿易黒字を考慮すれば、大崩れも想定しにくい。

・8月のユーロ相場は続伸した。FRBに対するハト派的な見方が急速に強まっていることが相対的にユーロ相場を浮上させているが、当のECBも9月以降の利下げがほぼ確実視されている。予測期間全体を通じて、欧米金利差が顕著に変化することは想定されず、ユーロの対ドル相場も方向感に乏しい時間帯が続くだろう。8月に確認されたユーロ圏4~6月期の妥結賃金は失速感が鮮明であり、7月会合でECBが予見した通りの事態となっている。また、域内で問題視されてきた人手不足に対する懸念は需要不足に対する懸念へと変わりつつあり、ヘッドラインのインフレ率が落ち着くのに伴って年内2回程度の利下げが実施されることは既定路線と見て良いだろう。もっとも、こうした政策金利の軌道はFRBと大差ないため、ユーロ相場へ与える影響は限定的とならざるを得ない。なお、年末年始を境として賃金の鈍化傾向が底打ちしそうなことや、世界の最大の貿易黒字に裏打ちされた域内の需給環境は依然として頑健であることを踏まえれば、ユーロ相場の大崩れを想定するのも難しい情勢である。予測期間中は1.10~1.15を主戦場とする展開をメインシナリオとしておきたいところ。

注：ユーロの見通しの概要は「中期為替相場見通し」（2024年8月30日発行）より抜粋。

スイスフラン

9月はスイス国立銀行(SNB)が一段とハト派的になるかが焦点に。

・スイスフランは8月、初旬に日銀タカ派化や米景気不安を背景とするキャリートレードの巻き戻しを受けて対ユーロで急騰、中旬にかけて7月末の水準まで反落した後に、8月下旬にかけて再び増価している。8月月間では対ユーロで約1.3%の上昇となった。スイスの巨額の貿易黒字や対外純資産を背景とするフランの「逃避先通貨」としての位置づけが改めて意識されているほか、FRBやECBを始めとする主要中銀の利下げ観測がフランを押し上げている。

フランに対する上昇圧力を受けて、9月はスイス国立銀行(SNB)がよりハト派的になるかが焦点となる。9月3日には8月分CPIが、9月26日にはSNBの金融政策決定会合が予定されている。短期金利市場では、SNBの9月会合では25bpの利下げ(政策金利を1.00%に)が完全に織り込まれているが、12月会合での25bpの追加利下げも約3分の1程度織り込まれている形だ。フラン売りの為替介入の再開観測も根強い。

SNBがフラン高に警戒姿勢を示すようであれば、フランの上昇の勢いは削がれる可能性が高い。とはいえ、中東での地政学的緊張の高まりや、フランスをはじめとする欧州主要国の政治情勢不安を背景とする安全資産への需要や、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は根強いだろう。

ノルウェークローネ

ノルウェー中央銀行は利下げ開始時期を示唆せず、金融緩和に対する慎重姿勢を継続。

・8月のノルウェークローネは対ドルで2.8%、対ユーロで0.7%反発した。クロネは8月末時点で、日本円に並び最もパフォーマンスの悪いG10通貨となっているが、8月は米FRBの利下げ期待の高まりに伴う世界的なドル売りの流れや、ノルウェー中央銀行の利下げに対する慎重姿勢もあり、クロネが支えられた格好だ。

ノルウェー中央銀行は8月15日、現在4.5%の政策金利を8会合連続で据え置いた。クロネ安によるインフレ見通しへのリスクを踏まえ、利下げ開始時期を示唆することもほぼ無かった。

ノルウェー中央銀行は、リスクバンク対比で金融緩和に慎重姿勢を継続すると見られるものの、世界的な景気懸念がクロネの上値を抑えることになると見られる。

スウェーデンクローナ

リクスバンクは追加利下げを実施し、ガイダンスをよりハト派寄りに。

・8月のスウェーデンクローナは対ドルで4.1%、対ユーロで2.0%の大幅反発となり、7月の下落分の大部分を取り返した形だ。

リクスバンク(中央銀行)は8月20日政策金利を3.75%から3.50%に引き下げた。さらに、リクスバンクは年内にあと3回の利下げを検討する可能性がある」と表明。以前のガイダンスでは、今会合の後には最大2回の利下げを示唆していた。

リクスバンクの追加利下げや、ハト派のガイダンス発表は通貨安要因だが、足元では米FRBやECBをはじめとする主要中央銀行が揃って金融緩和に動いていることがクローナの下落圧力を和らげている。とはいえ、域内の景気・物価の勢いの弱さや、リクスバンクのハト派姿勢を考慮すれば、中期的にはクローナが対主要通貨で弱含むと見るのが妥当であろう。

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 (GBPUSD)



MACROBOND

英国 マーケットデータ (2 / 2)

ポンド インプライド・ボラティリティー (1か月)



ポンド リスクリバーサル (1か月)

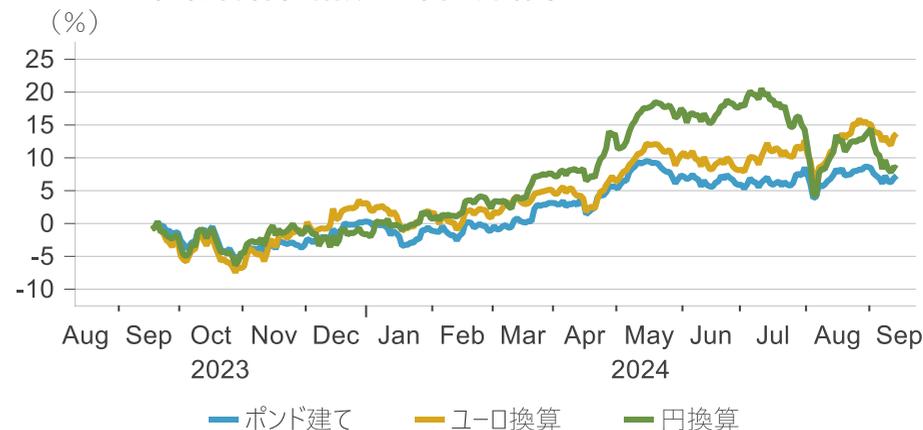


注：リスクリバーサルがプラスであればポンドの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ポンドの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

英国国債 (ギルツ) 利回り、政策金利

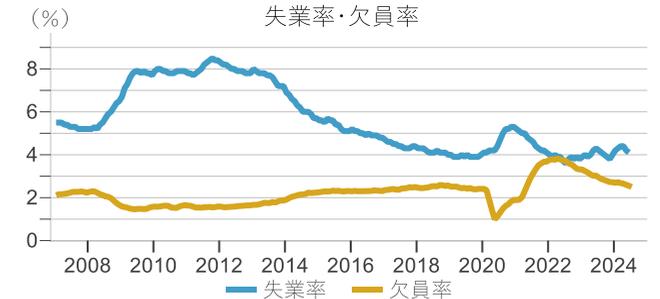
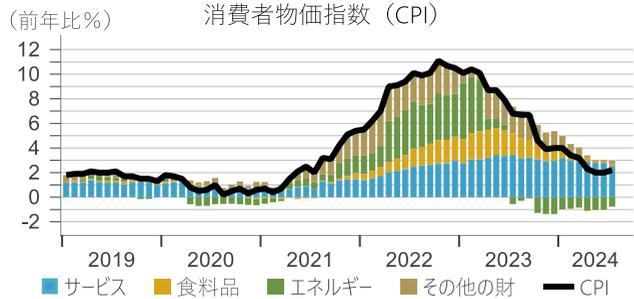
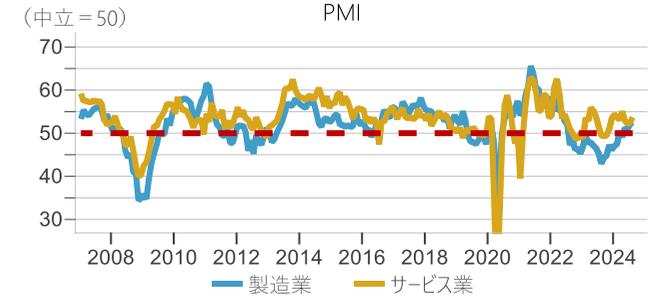
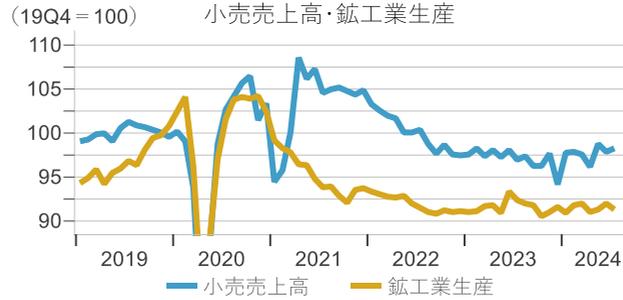


FTSE100種総合株価指数 年間騰落率



MACROBOND

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 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



MACROBOND

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)



注：リスクリバーサルがプラスであればユーロの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ユーロの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

ユーロ圏主要国 10年国債利回り

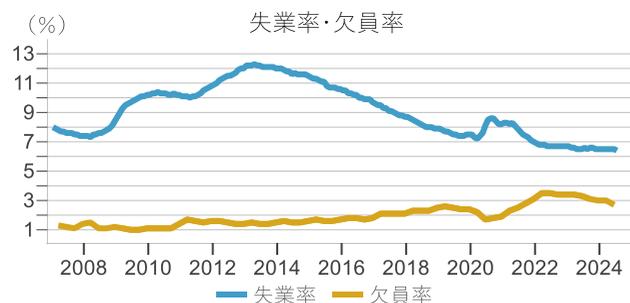
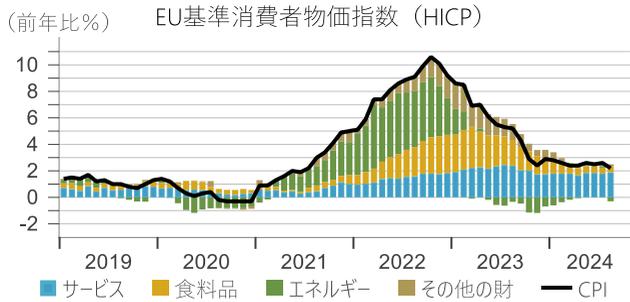
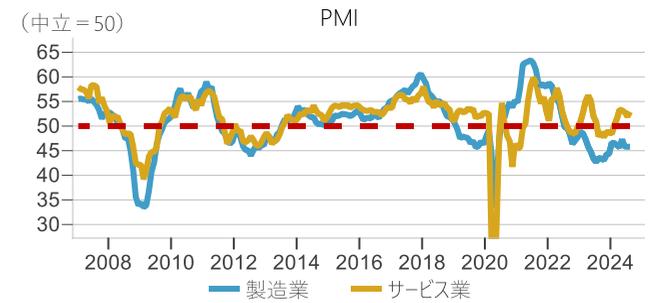
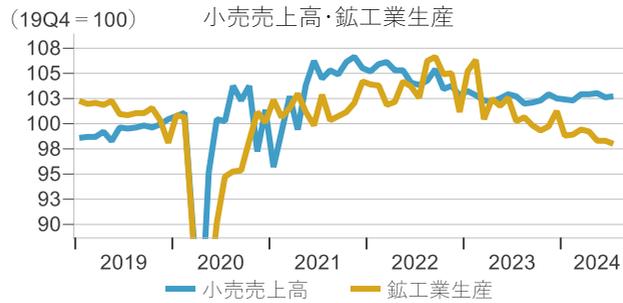


ユーロ圏主要国 株価指数 年間騰落率



MACROBOND

ユーロ圏 主要経済指標



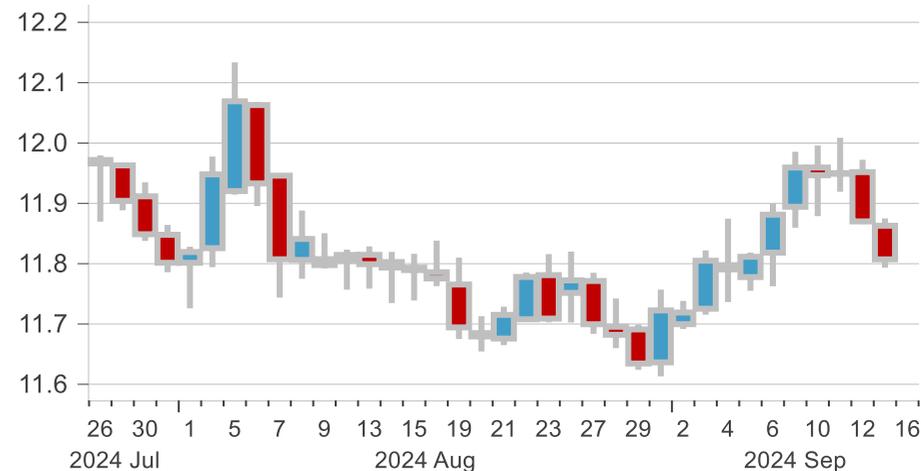
※1 それぞれ、5年先スタート5年間のインフレスワップ、ECB消費者期待調査、ECB専門家調査を使用している。
 ※2 求人広告賃金は、Indeed社が公表しているデータ。3か月平均をとったうえで、グラフでは6か月先行させている。
 ※3 クレジットインパルスは与信額の前年同月比の伸び率が、前年同月と比較してどれだけ増減しているかを示す。値が高いほど、民間への資金供給が増えていることを示す。
 シャドウレートは、企業や家計への新規融資に適用される貸出金利を加重平均したもの。
 (出所：ユーロスタット、欧州中央銀行 (ECB)、Indeed、マクロボンド、みずほ)

スイスフラン、北欧通貨 マーケット指標

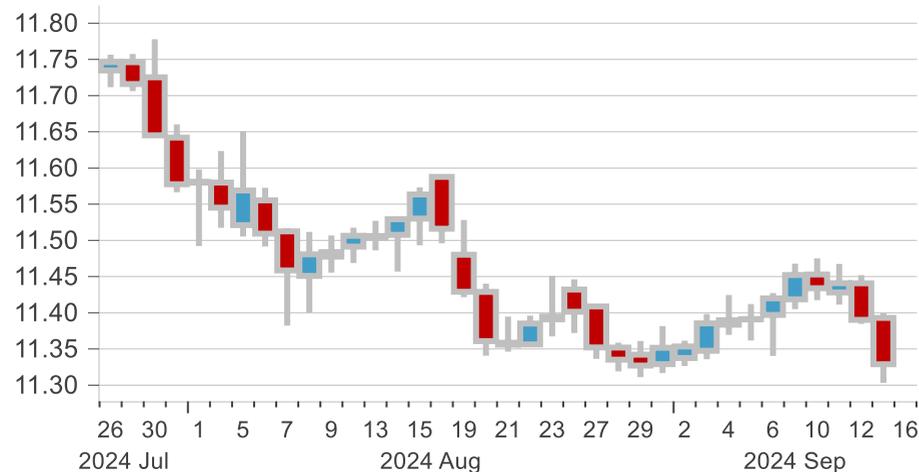
スイスフラン対ユーロ相場 (EURCHF)



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.