

欧州G10通貨週報

2024年10月21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

来週は筆者休暇につき休刊します。

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 財政	英国のレイチェル・リーブス新財務相は10月30日に 予算案 を発表予定。	リーブス財務相は、400億ポンドの歳入増が必要となるという考えを明らかにしており、増税や国債発行増が行われる可能性が市場では意識されている。
英国 経済	英国の2024年6-8月の週平均賃金(ボーナスを除く) は前年比+4.9%に(10月15日)	英金利低下、英ポンド安要因。 2022年4-6月以来、過去2年あまりで最も低い伸び率に。イングランド銀行の金融緩和継続を後押しする内容。11月の追加利下げは市場でほぼ織り込まれているが、12月の連続利下げの可能性も意識されつつある。
英国 経済	英国 2024年9月CPI は前年比+1.7%と8月分の同+2.2%から大きく減速(10月16日)	英金利低下、英ポンド安要因。 市場予想の同+1.9%も下回った。インフレ率低下の主因はエネルギー価格だが、イングランド銀行が注視しているサービスインフレ率も前年比+4.9%と8月の同+5.6%から低下した。
英国 経済	英国 9月小売売上高 は前月比+0.3%と8月に引き続き拡大(10月18日)	英景気にとって明るい材料だが、一時的要因も影響した可能性。 市場予想では前月比▲0.4%の落ち込みが見込まれていた。Iphone16の発売に伴うハイテク製品の需要が全体を押し上げた可能性。10月末発表予定の予算案で増税が見込まれることもあり、消費者信頼感指数は低下している。

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 経済	ユーロ圏銀行貸出調査 では、資金需要の回復傾向が鮮明に（10月15日）	ユーロにとって若干のポジティブ材料。 企業の資金需要が2022年10-12月期以来のプラスに転換。ただし、2024年10-12月期は銀行は企業向け貸出をやや厳格化する見通し。一方、個人では住宅ローンの資金需要が牽引。銀行も住宅ローン貸出の貸出態度を一段と緩和させる公算。ユーロ圏の景気にとって明るい材料だが、他の実体経済の悪化が鮮明となる中でECBの金融緩和姿勢には影響を及ぼさないと見られる。
ユーロ圏 金融政策	欧州中央銀行 は市場予想通り10月会合で 25bpの追加利下げ を実施。（10月17日）	ユーロは下落。サプライズは特に無かったが、声明文で挿入されたインフレ低下のプロセスは「順調に進んでいる」という文言や、景気減速に配慮する姿勢が、ややハト派的に受け止められた可能性。ECBの政策発表と記者会見の間に発表された米国の2つの経済指標（小売売上高及び新規失業保険申請件数）が景気・雇用に前向きな結果だったこともドル買い・ユーロ売りの要因に。米国とユーロ圏の景気の対比が鮮明となった。
イタリア 経済	大手格付会社Fitchはイタリア国債の格付け見通しを「※安定的」から「※ポジティブ」に引き上げ。格付けは「※BBB」に据え置かれた。（10月18日） ※日本では無登録格付け	イタリアの債券市場にとってポジティブな材料。Fitchは格付け見通し引き上げの理由として、「最近の財政パフォーマンス改善と欧州連合（EU）財政ルールへのコミットメント」を挙げている。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「バジェット・ゲーム」

10月30日に英国の予算案が発表されます。自分達の生活に直結することもあり、ロンドンのトレーディングフロアでは、11月5日に控える米国大統領選と並んで、関心の高い話題です。

英FT紙では、恒例のBudget Gameを公表しています。自分が英国の財務大臣となった設定で、医療や軍事費支出、福祉などの項目からどこに予算を振り向けるか、どこをカットするか、どれだけ増税を行うかを選択し、最後にその予算案を発表した結果、マーケットがどう反応したのか、世論はどう評価するのかのシミュレーション結果が表示されます。

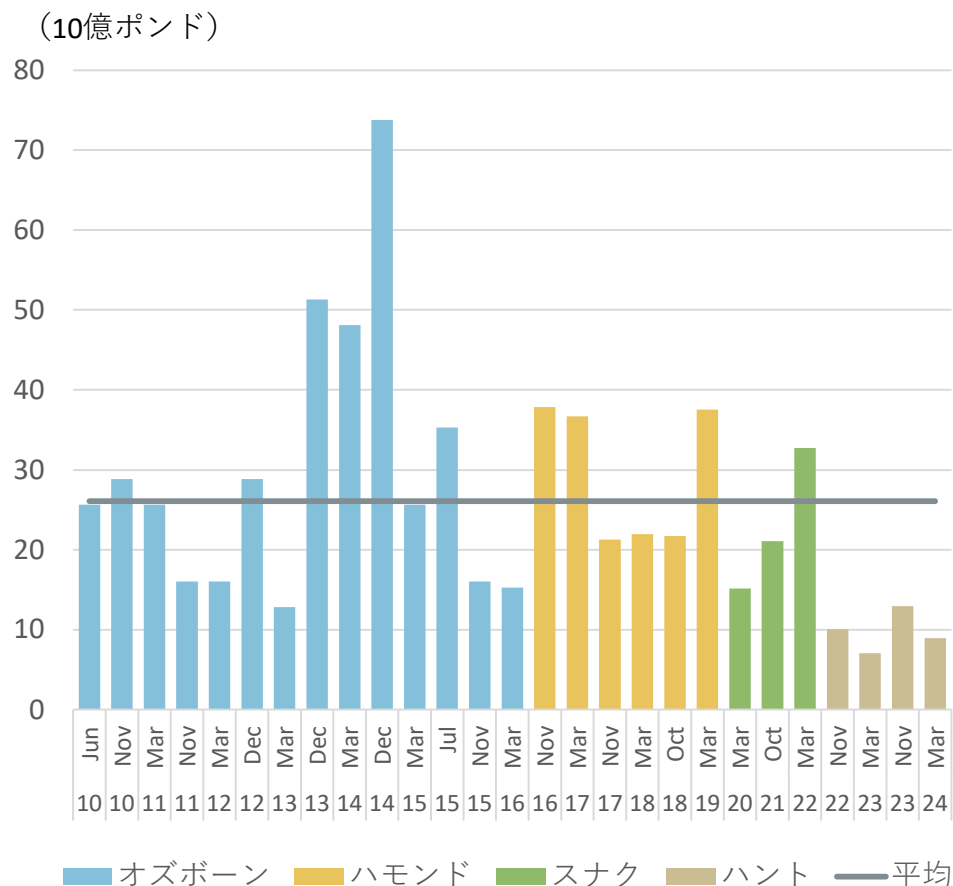
ところどころでは、口うるさいアドバイザー達が、プレイヤーが行おうとする選択にいちいち反対意見を述べてきたり、メディアが有権者が不満を高めていると報じるなど、判断に影響を及ぼしてきます。

また、左上にはBudget headroom（財政余地）が示されています。いわばロールプレイングゲームのHPのようなイメージで、選択ごとにこのBudget headroomが増減します。初期値は100億ポンド弱（これは2024年3月に前保守党政権のハント前財務相の時の89億ポンドを意識したものではないかと思います）で、支出増の項目を選択するとあっという間に使い切ってしまいます。

私もプレイしたのですが、教育費の支出増など関心の高い項目の支出増を選択した結果、「財政ルール違反」でポンドや英国債が大幅下落する結果となってしまいました。

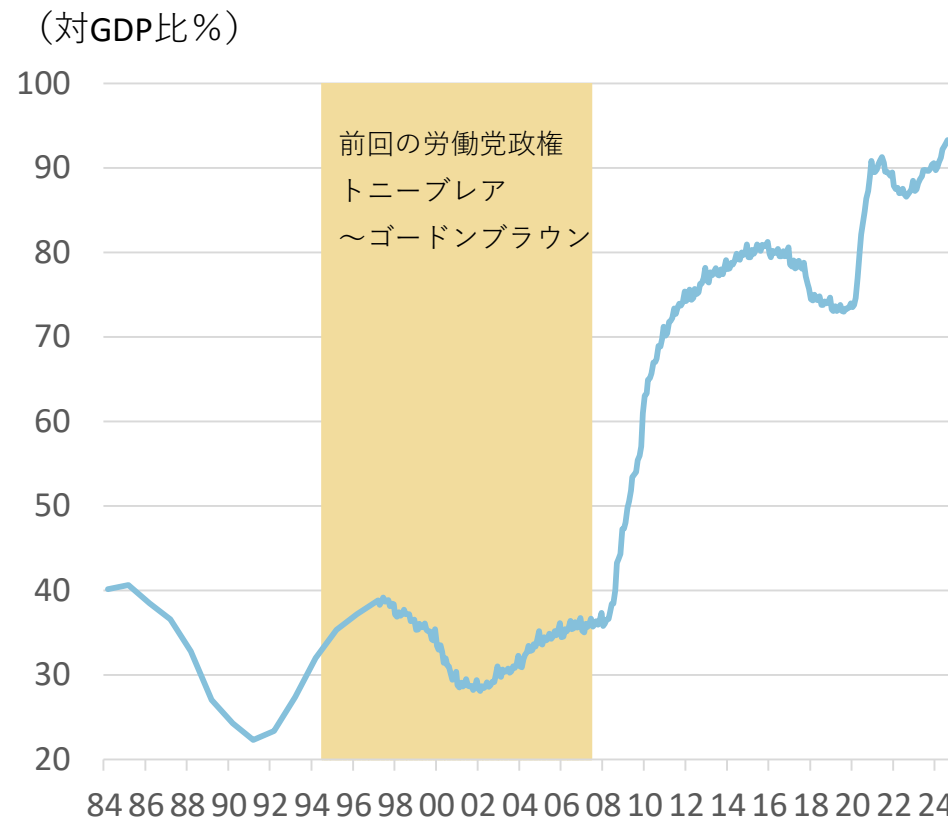
英国 10月30日に予算案を発表

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 公的部門純債務対GDP比率



注：公的金融及びイングランド銀行を除く。

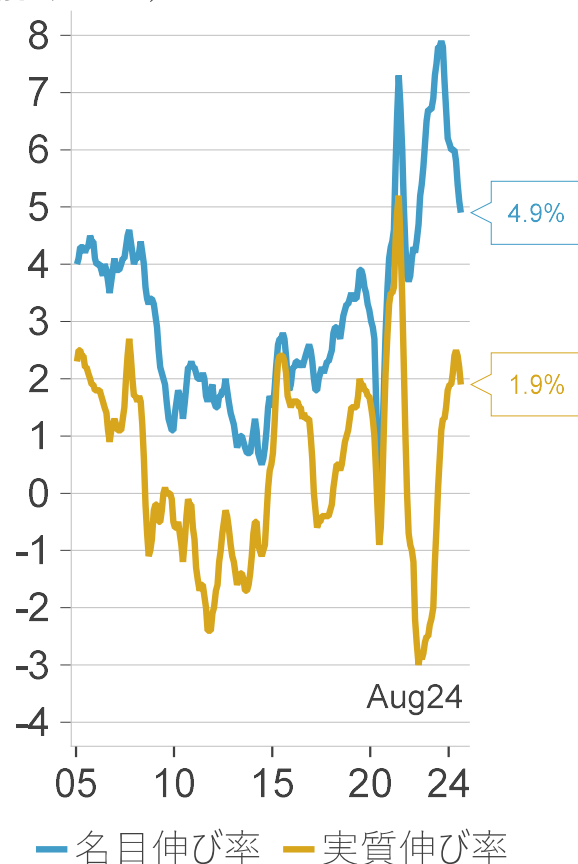
(出所：英国家統計局、ブルームバーグ、みずほ)

支出拡大余地について、イングランド銀行（BOE）保有の英国債や、国営エネルギー会社や国富ファンドに関する会計上の取り扱いの変更で200億ポンド以上の財政余地（ヘッドルーム）を生む出すことができるのではないかと見方もある。もっとも、リーブス財務相は、400億ポンドの歳入増が必要となるという考えを明らかにしており、増税や国債発行増が行われる可能性が市場では意識されている。

英国の2024年6-8月の週平均賃金（ボーナスを除く）は前年比+4.9%に（10月15日）

週平均賃金（賞与を除く）3か月平均

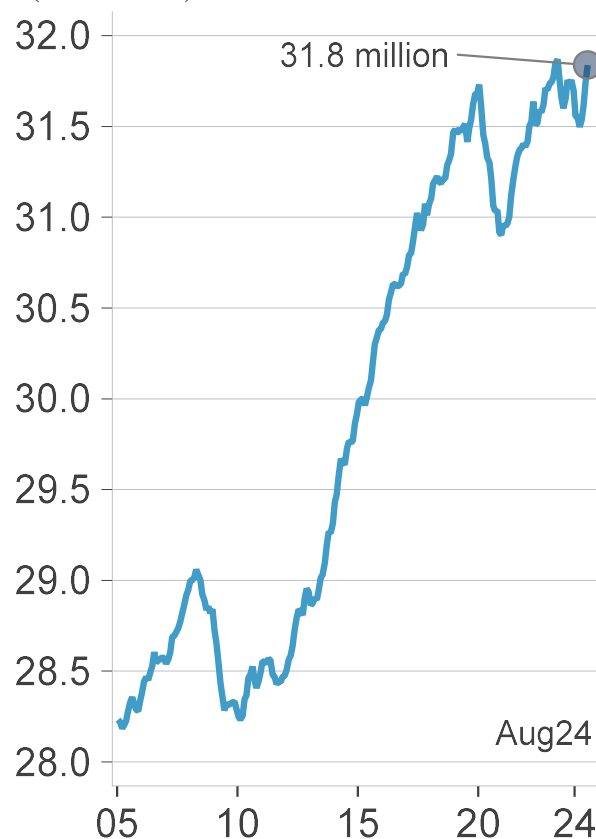
（前年比％）



（出所：英国家統計局（ONS）、マクロポンド、みずほ）

雇用者数

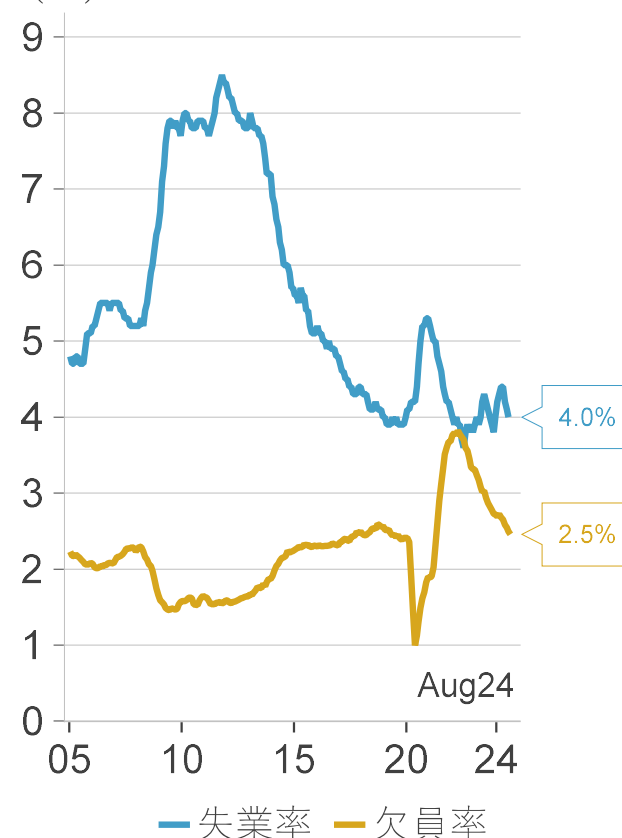
（100万人）



注：3か月平均 16歳～64歳
（出所：英国家統計局（ONS）、マクロポンド、みずほ）

失業率・欠員率

（％）



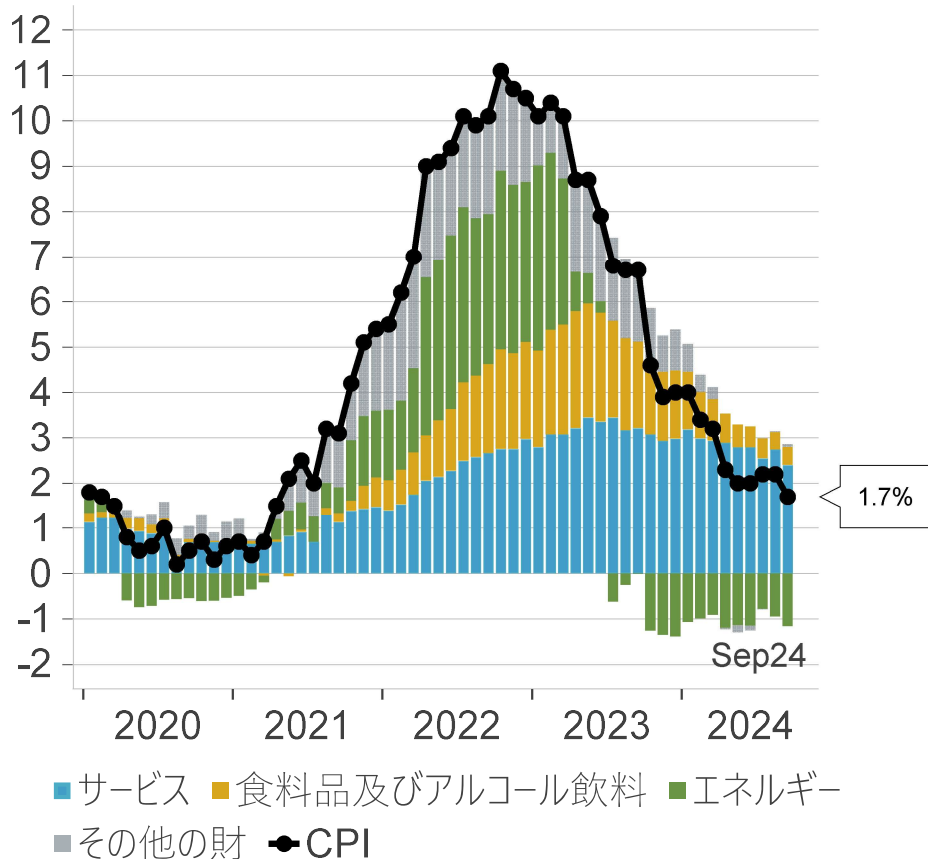
注：3か月平均
（出所：英国家統計局（ONS）、マクロポンド、みずほ）

2022年4-6月以来、過去2年あまりで最も低い伸び率に。イングランド銀行の金融緩和継続を後押しする内容。11月の追加利下げは市場でほぼ織り込まれているが、12月の連続利下げの可能性も意識されつつある。

英国 2024年9月CPIは前年比+1.7%と8月分の同+2.2%から大きく減速（10月16日）

英国 消費者物価指数（CPI）伸び率 要因分解

（前年比％）



（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	（前年同月比％）				今月分
		-20	-10	0	10	
総合	100.0					1.7
食料及び非アルコール飲料	11.3					1.9
アルコール飲料及びたばこ	3.9					4.9
被服及び履物	5.9					0.8
住宅・住宅サービス	13.1					-1.7
家具・家事用品	6.2					-1.0
保険医療	2.6					5.2
交通	13.5					-2.2
通信	2.3					5.2
娯楽	14.3					3.8
教育	3.0					4.4
レストラン・ホテル	14.5					4.1
その他財・サービス	9.3					3.3
財・サービス分類						
財	51.0					-1.4
食料・アルコール飲料・たばこ	15.2					2.6
エネルギー	7.2					-16.2
サービス	49.0					4.9
コアCPI	77.6					3.2

■ 今月分 ▲ 先月分

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）

市場予想の同+1.9%も下回った。インフレ率低下の主因はエネルギー価格だが、イングランド銀行が注視しているサービスインフレ率も前年比+4.9%と8月の同+5.6%から低下した。

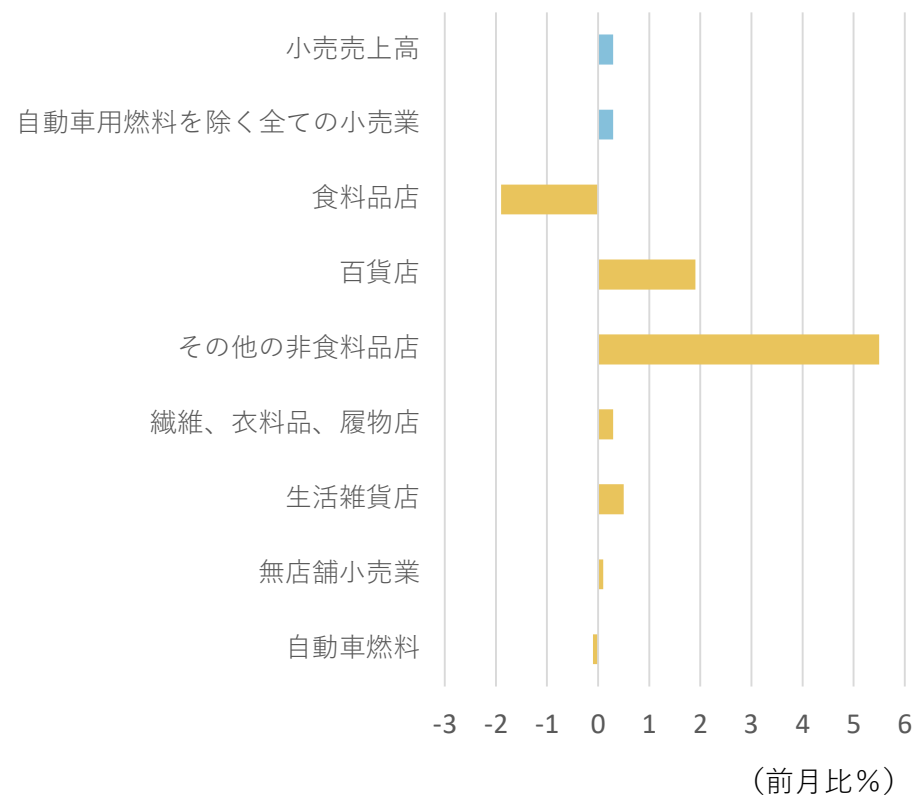
英国 9月小売売上高は前月比+0.3%と8月に引き続き拡大（10月18日）

英国 小売売上高

小売売上高 セクターごと前月比変化率（2024年9月）



（出所：英国家統計局、ブルームバーグ、みずほ）

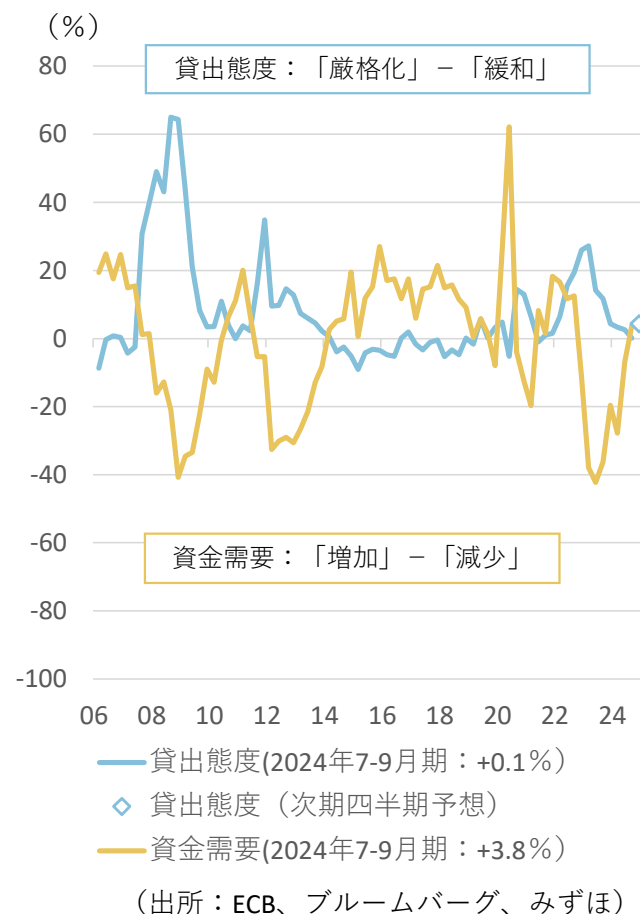


（出所：英国家統計局、マクロボンド、みずほ）

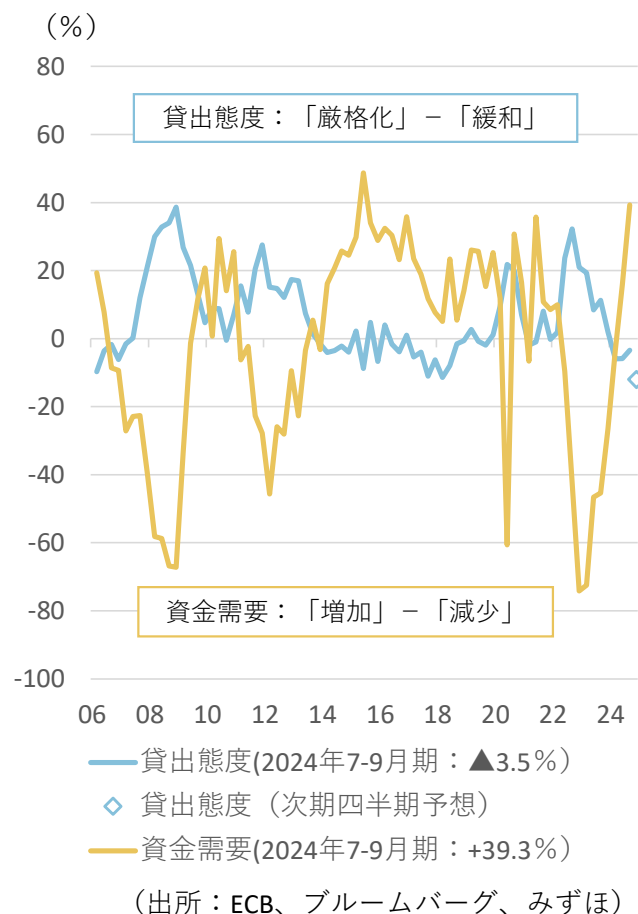
市場予想では前月比▲0.4%の落ち込みが見込まれていた。Iphone16の発売に伴うハイテク製品の需要が全体を押し上げた可能性。10月末発表予定の予算案で増税が見込まれることもあり、消費者信頼感指数は低下している。

ユーロ圏銀行貸出調査…資金需要の回復傾向が鮮明に（10月15日）

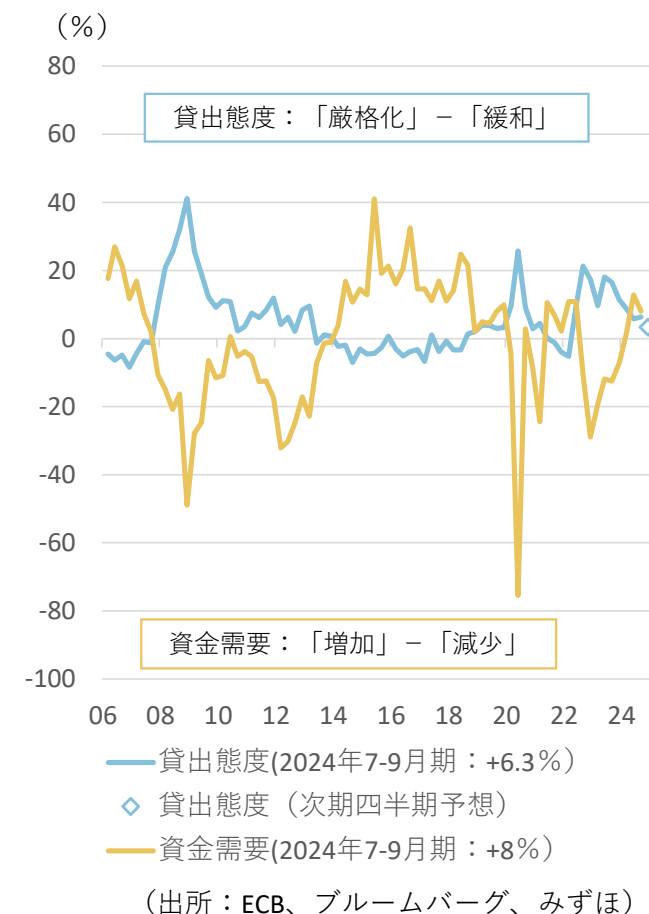
ユーロ圏 企業向け



ユーロ圏 住宅ローン



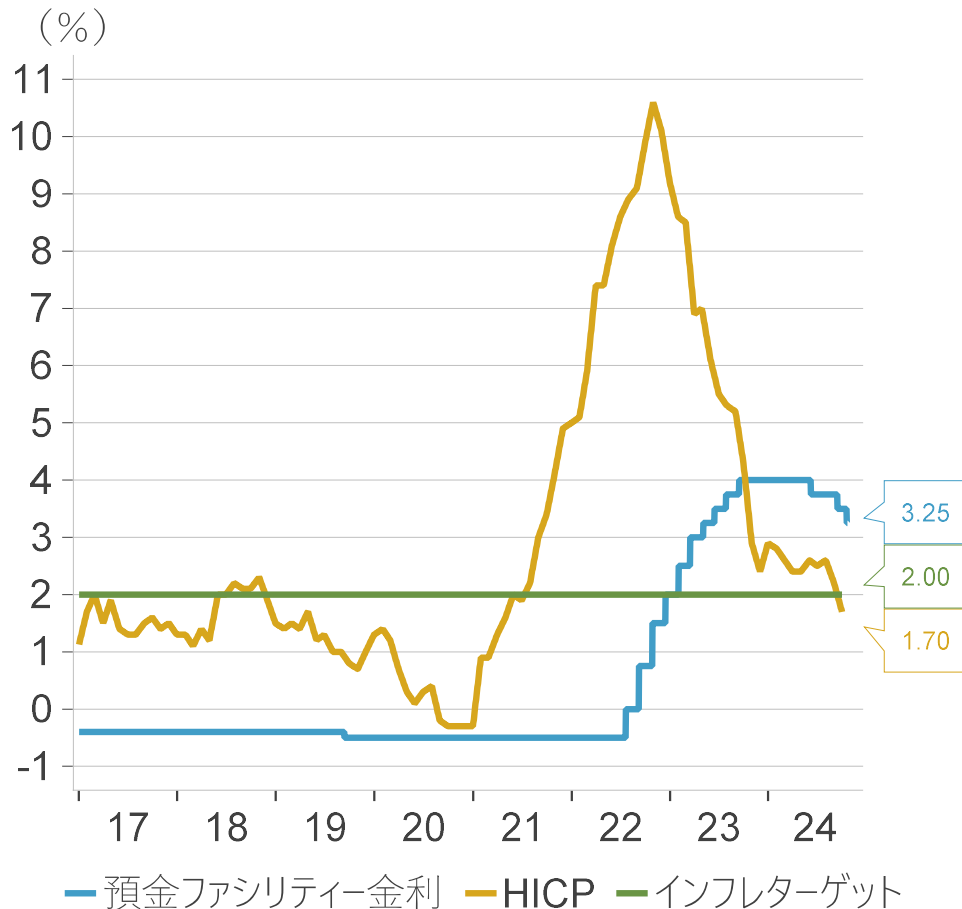
ユーロ圏 個人向け（住宅ローン以外）



企業の資金需要が2022年10-12月期以来のプラスに転換。ただし、2024年10-12月期は銀行は企業向け貸出をやや厳格化する見通し。一方、個人では住宅ローンの資金需要が牽引。銀行も住宅ローン貸出の貸出態度を一段と緩和させる公算。ユーロ圏の景気にとって明るい材料だが、他の実体経済の悪化が鮮明となる中でECBの金融緩和姿勢には影響を及ぼさないと見られる。

欧州中央銀行は市場予想通り10月会合で25bpの追加利下げを実施。（10月17日）

ECB政策金利とEU基準消費者物価指数（HICP）



（出所：ユーロスタット、マクロボンド、みずほ）

ECB10月会合のポイント

【声明文】

・声明文では、“disinflationary process is well on track”の一文が挿入され、インフレ低下のプロセスは「順調に進んでいる」という見解を示した。

・また、声明文では、インフレ目標（前年比+2%）の達成時期について、細かい修正がなされており、これまでは2025年後半に達成するとしていたところが、今会合では2025年中いずれ、という表現となり、やや前倒しされた印象。

【9月時点】

Inflation at 2% “in course of” 2025

【10月時点】

Inflation reaching 2% in 2H of 2025

・フォワードガイダンスは変わらず。「物価安定の目的を達成するために必要な限り、政策金利を十分に景気抑制的な水準に維持する」、「政策委員会は、景気抑制の適切な水準と期間を決定するために、引き続きデータ依存かつ会合ごとのアプローチを取る」と表明している。

【記者会見】

・記者会見で、ラガルド総裁は直近の経済指標が想定以上に下振れしていることを認めた一方、ユーロ圏全体としての景気後退は予想していないと説明。

また、利下げの決定は全会一致だったことを明らかにしたうえで、今後の利下げペースは会合ごとに決定することを改めて表明した。

ユーロは下落。サプライズは特に無かったが、声明文で挿入されたインフレ低下のプロセスは「順調に進んでいる」という文言や、景気減速に配慮する姿勢が、ややハト派的に受け止められた可能性。ECBの政策発表と記者会見の間に発表された米国の2つの経済指標（小売売上高及び新規失業保険申請件数）が景気・雇用に向きの結果だったこともドル買い・ユーロ売りの要因に。米国とユーロ圏の景気の対比が鮮明となった。

中期為替見通し

欧州G10通貨中期見通し（2024年9月30日時点）

	Spot	2024 Dec	2025 Mar	Jun	Sep	Dec
対ドル						
EUR/USD	1.11	1.12	1.12	1.11	1.10	1.10
GBP/USD	1.34	1.36	1.37	1.36	1.35	1.35
USD/CHF	0.84	0.83	0.82	0.84	0.85	0.86
USD/NOK	10.5	10.4	10.3	10.3	10.3	10.2
USD/SEK	10.1	10.2	10.3	10.3	10.3	10.2
対ユーロ						
EUR/GBP	0.83	0.82	0.82	0.82	0.81	0.81
EUR/CHF	0.94	0.93	0.92	0.93	0.94	0.95
EUR/NOK	11.74	11.6	11.5	11.4	11.3	11.2
EUR/SEK	11.30	11.4	11.5	11.4	11.3	11.2
対円						
EUR/JPY	159.6	158	155	157	160	162
GBP/JPY	191.9	192	189	192	196	198
CHF/JPY	169.5	170	168	168	170	170
NOK/JPY	13.6	13.6	13.4	13.7	14.1	14.4
SEK/JPY	14.1	13.9	13.4	13.7	14.1	14.4
USD/JPY	143.1	141	138	141	145	147

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9月30日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2024年9月30日時点

英ポンド

高金利政策の持続性が焦点に

・9月に英ポンドは対ドルで1.9%、対ユーロで1.1%、対円で0.1%上昇した。

引き続き、イングランド銀行(BOE)の金融緩和が、米国連邦準備制度(FRB)や欧州中央銀行(ECB)よりも緩やかなものとなり、英国の高金利が持続するという見方が英ポンドのサポート要因となっている。BOEは8月会合で利下げを開始したが、9月会合では金利を据え置いた。ペイリー総裁は、金融危機や新型コロナのパンデミックといった規模の経済危機が再び生じない限り、英国の金利が超低水準へ再び低下する可能性は低いという見方を9月24日に英地方紙とのインタビューで示している。

米FRBが9月会合で50bpの大幅利下げに踏み切り、ECBが9月会合に引き続き10月会合でも利下げを行う可能性が意識される中で、英ポンドには上昇圧力が継続すると見られる。

もっとも、こうした見方には一方でリスクが高まりつつあることも指摘する必要があるだろう。一つは、BOEがタカ派姿勢を維持している背景に挙げられるサービスインフレ率の高さについて、その要因となっている賃金上昇に鈍化の兆しが強まっていることだ。9月10日に発表された週平均賃金(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となった。もう一つが、ECBがこのところ10月会合での追加利下げに傾きつつあると見られる要因として挙げられるユーロ圏の景気の悪化だ。とりわけ、最大の経済大国ドイツでは大手自動車会社が初の国内工場閉鎖を検討していると報じられるなど、製造業を中心に苦境が強まっている。英国は小国開放型の経済であり、ユーロ圏の景気減速が深刻化すれば、影響は避けられず、BOEの利下げ加速を促す要因となりうる。

ユーロ

FRBの大幅利下げの裏返しとしてのユーロ高。ドイツの「産業空洞化」から来るユーロ相場の需給構造変化の可能性が焦点に。

・9月のユーロ相場は堅調が続いた。FRBの大幅利下げの裏返しとしてのユーロ高が進むという敵失の側面が大きそうだ。妥結賃金統計や求人広告から得られるイメージを元にすれば、12月会合で3度目の利下げに至る難易度は高くない。

ラガルド総裁の会見を踏まえる限り、2024年中の利下げ路線は堅く、2025年に入ってからその歩みは持続可能というのが現在のメインシナリオになりそうだ。だが、年内はともかく、年明け以降の域内の雇用・賃金情勢が果たしてどこまで減速するのかは定かではない。ラガルド総裁は中立金利について「目標に近づくにつれて、目標に到達したかどうかがよくわかる」と煙に巻いており、利下げを継続するにしても、停止するにしても、直ぐに動けるような半身の姿勢を強調している。また、9月にはVW社のドイツ国内工場閉鎖のニュースが注目された。こうした産業空洞化を懸念させるような動きが続く結果、貿易収支に関してドイツが日本ほど追い詰められることはあるのか。諸条件で有利な立ち位置にあるドイツがそこまで追い込まれることは無いだろうが、ユーロ相場の盤石な需給構造に1つの亀裂が入るという意味で注目したい論点と考える。

注：ユーロの見通しの概要は「中期為替相場見通し」（2024年9月30日発行）より抜粋。

スイスフラン

スイス国立銀行（SNB）が追加利下げを実施。10月に就任する新総裁はさらなる利下げの可能性を示唆。

・9月のスイスフラン相場は、対ドル・対ユーロともに上下に振れ幅を伴いながらも、月末の終値ベースではほぼ横ばいという結果となった。

9月26日にはスイス国立銀行（中銀）が3会合連続の25bp利下げを実施した。市場では50bpの大幅利下げ観測もあったことから、25bpの利下げ発表後にフラン高で反応する場面もあった。とはいえ、9月末に退任するヨルダン総裁はインフレ圧力の低下を指摘し、政策金利のさらなる引き下げが行われる可能性が高いと指摘。10月1日に就任するシュレーゲル次期総裁も、12月の次回会合で改めて評価を行うとしつつも、現在の状況から判断するとさらなる利下げが行われる可能性が高いとブルームバーグによるインタビューで発言している。

スイス中銀による利下げ拡大はフラン安要因となるものの、同国の巨額の貿易黒字や、地政学リスクの高まりに伴う安全資産需要はフラン高要因であり、結果としてフランがサポートされやすい状況には変わりが見られる。

ノルウェークローネ

ノルウェー中央銀行は年内の利下げの可能性を改めて否定。原油価格の上昇もクローネの追い風に。

・9月のノルウェークローネ相場は上下に振れ幅を伴いつつも、月間ベースではほぼ横ばいの展開となった。

ノルウェー中央銀行は9月19日、現在4.5%の政策金利を9会合連続で据え置いたうえで、年内は利下げは予想されないと改めて述べている。

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、世界的な景気懸念に伴う原油需要の減退観測がクローネの上値を抑えてきた。しかし、このところの中東情勢の緊迫化を受けた原油価格の急騰を受けて、こうした構図に変化が見られつつある。もちろん、供給側の要因による原油価格の高騰は一時的に留まるケースも多いが、仮に原油価格の上昇が一時的なものに留まらない場合、同国の豊富な原油輸出が改めて為替市場でクローネの強気材料となる可能性は高いだろう。

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、年内の大幅利下げの可能性を示唆。

・9月のスウェーデンクローナは上下に振れ幅を伴いながら、終盤に下落圧力がやや勝る展開となった。リクスバンク（中央銀行）は9月25日の会合で政策金利を3.50%から3.25%へと一段と引き下げている。さらに、8月会合において、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」と表明していたが、9月会合では残り2回の金融政策決定会合のうち1つの会合では0.5%ポイントの引き下げもありうるとしている。

11月7日に控える次回会合に向けてまずは、10月8日に発表されるCPIF9月速報値が焦点となる。エネルギーコストの低下もあり、9月の物価上昇率がリクスバンクの目標である前年比+2%を大きく下回ったことがしめされる。公算が大きい。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)



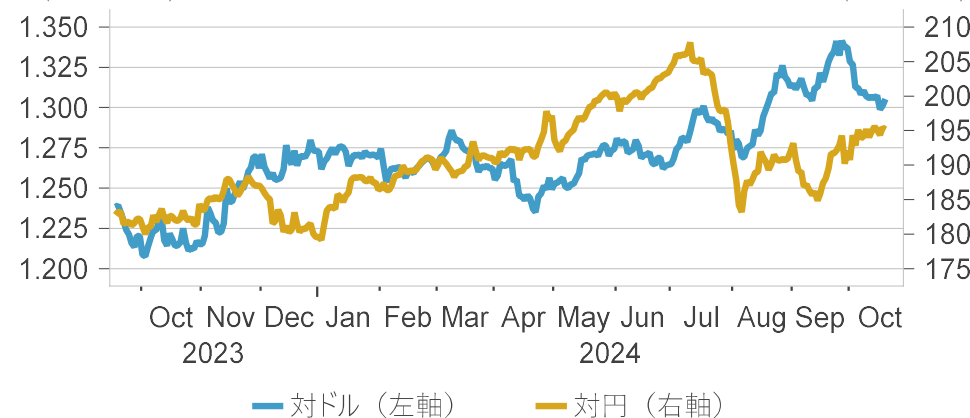
ポンド対ユーロ相場 (GBPEUR)



ポンド対円相場 (GBPJPY)



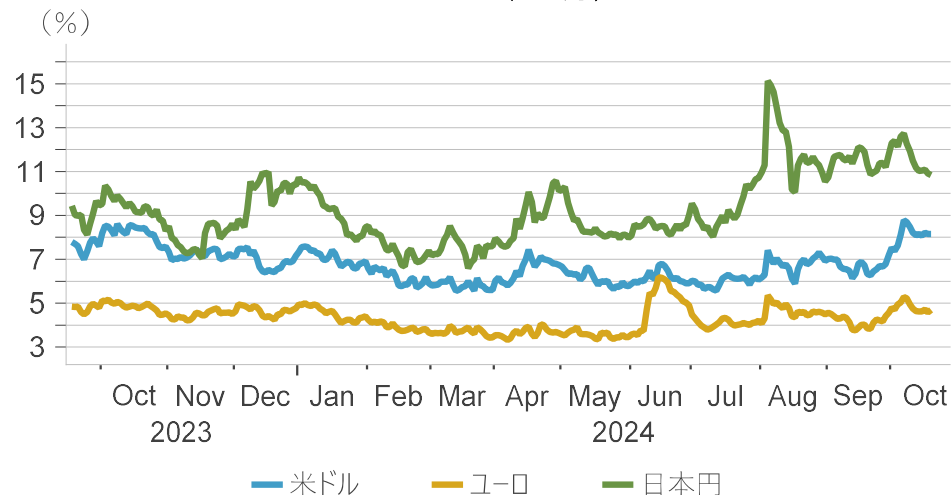
ポンド 対ドル、対円レート ロンドン終値 日足
(GBPUSD)



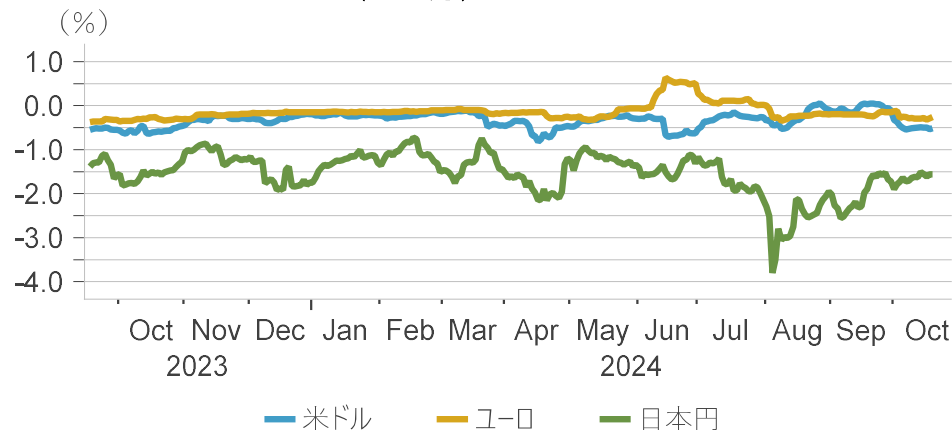
MACROBOND

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

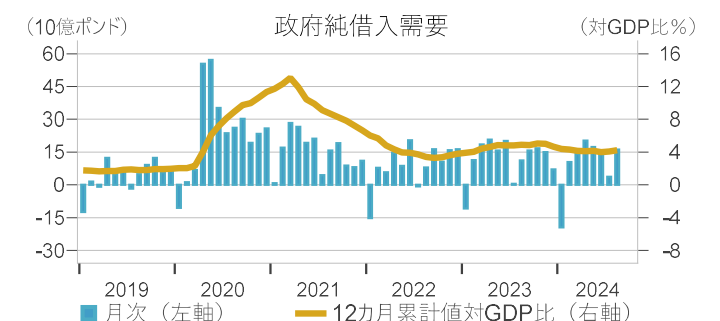
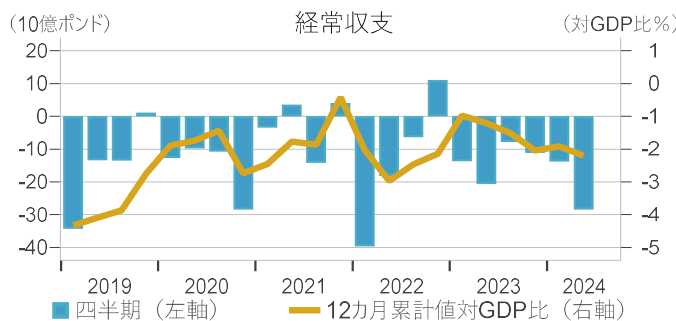
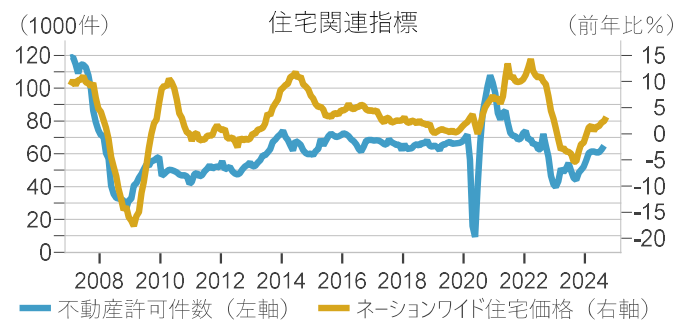
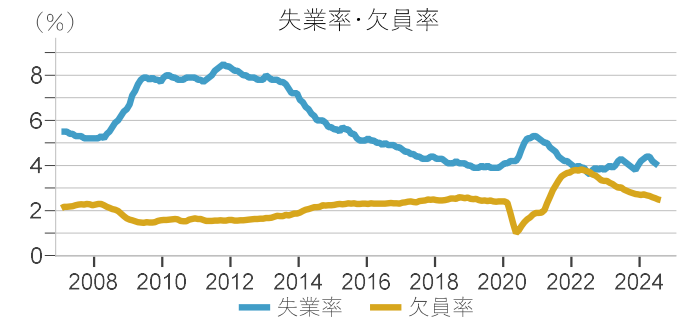
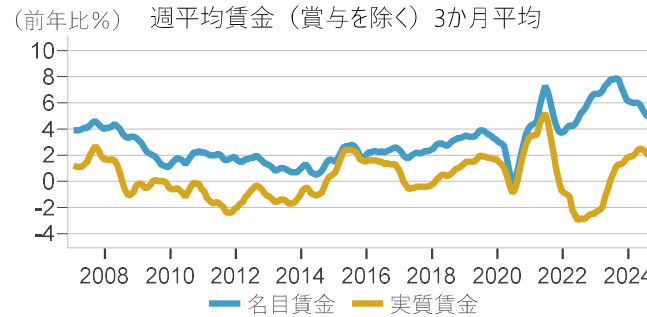
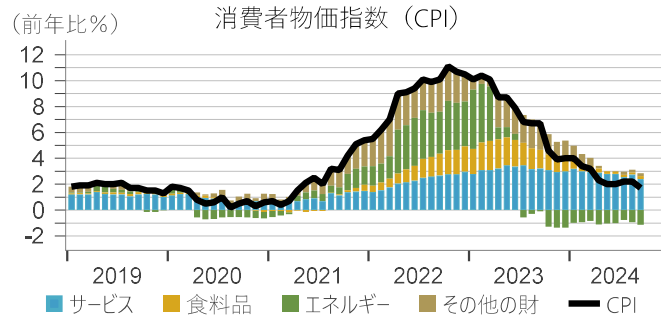
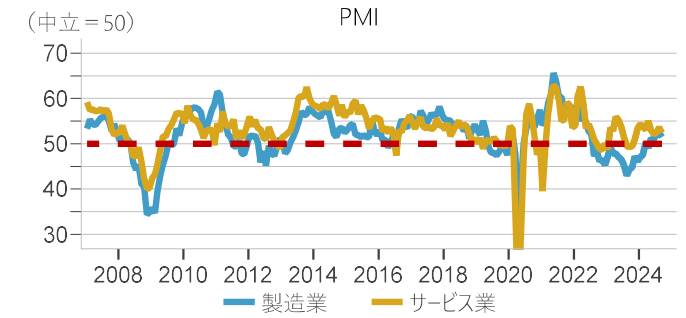
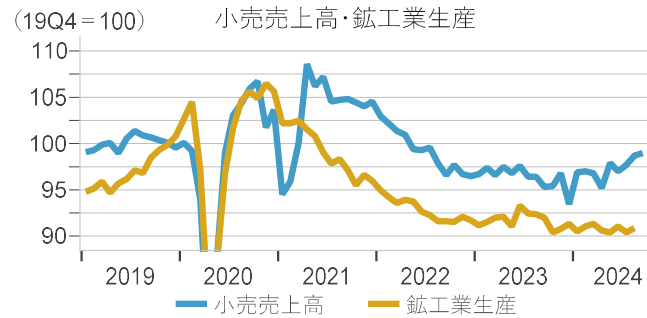
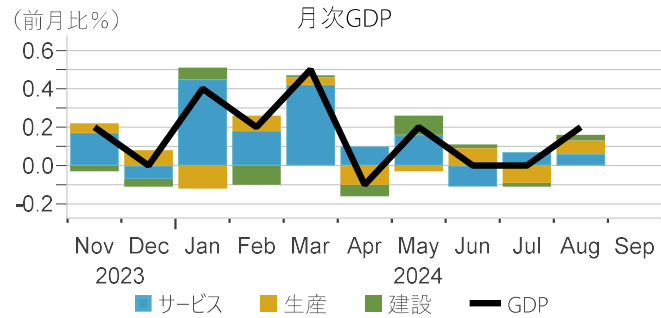


FTSE100種総合株価指数 年間騰落率



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、マクロボンド、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)



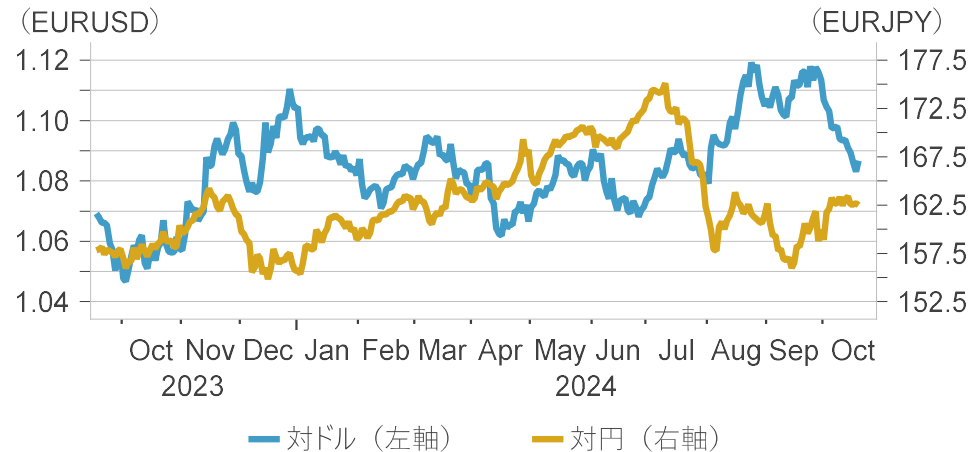
ユーロ対ポンド相場 (EURGBP)



ユーロ対円相場 (EURJPY)



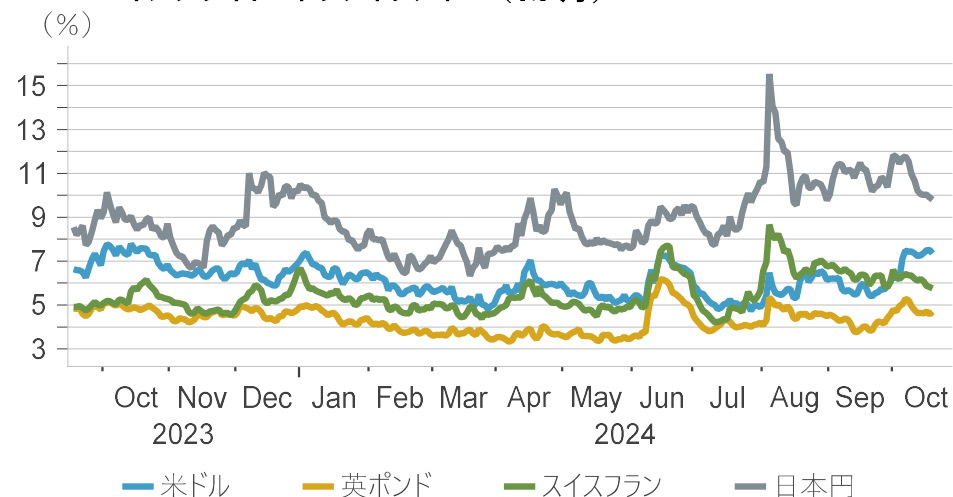
ユーロ 対ドル、対円レート ロンドン終値 日足
(EURUSD)



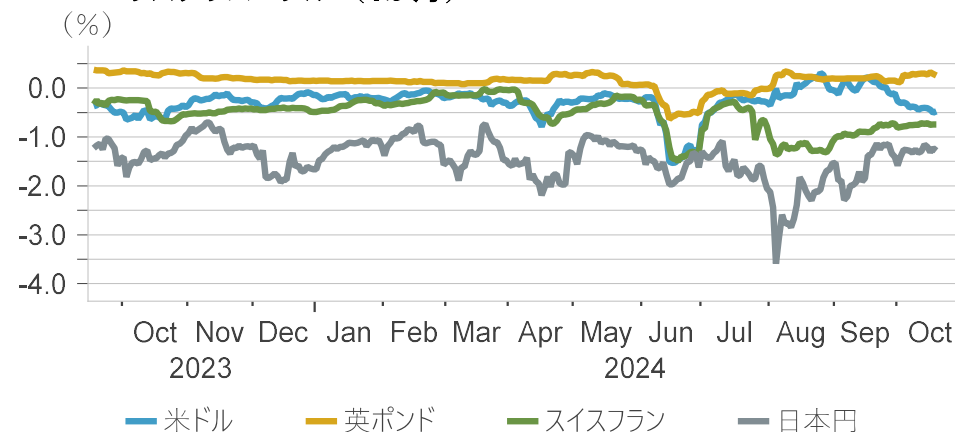
MACROBOND

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)

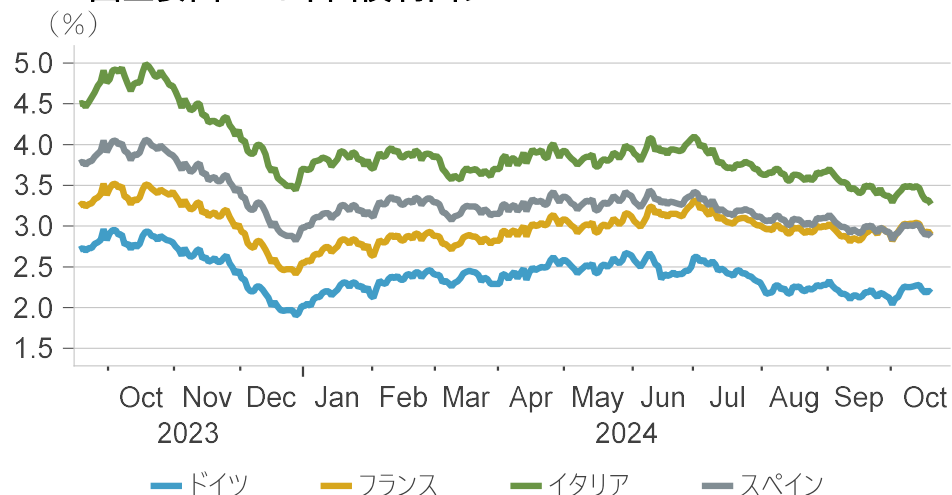


ユーロ リスクリバーサル (1か月)

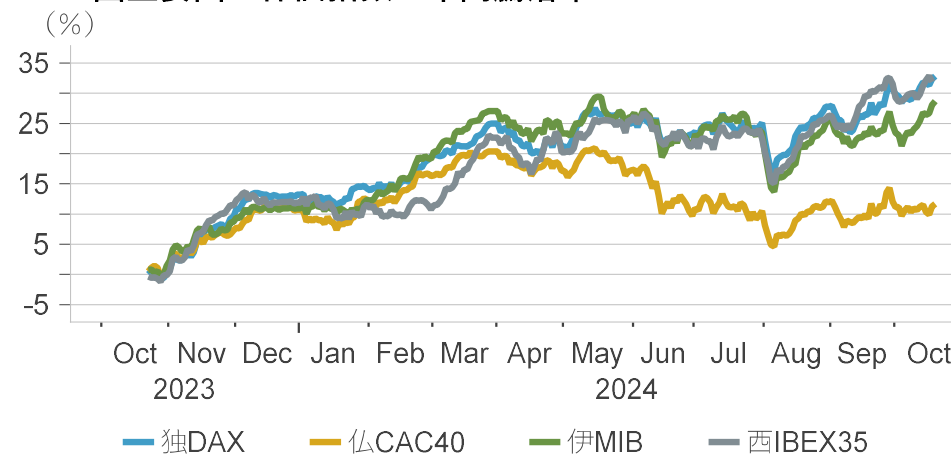


注：リスクリバーサルがプラスであればユーロの上昇リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示し、マイナスであれば、ユーロの下落リスクへのヘッジ需要が高まっていることを示す。

ユーロ圏主要国 10年国債利回り

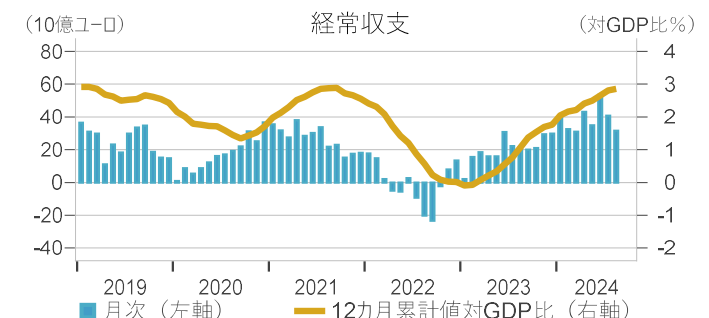
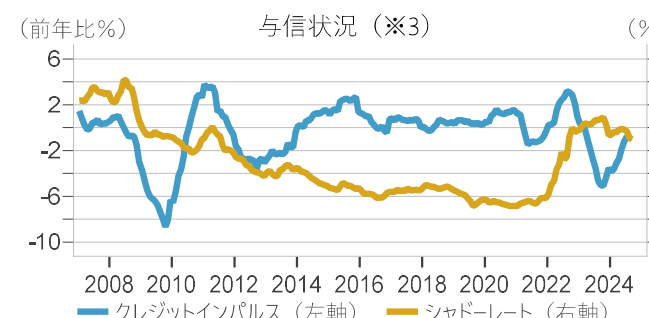
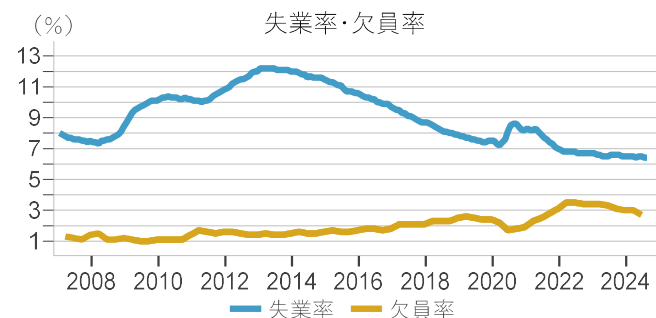
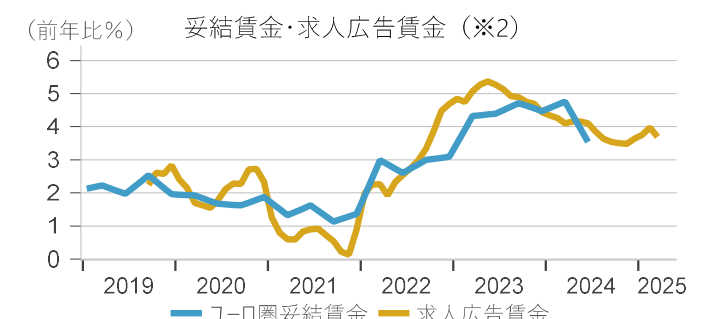
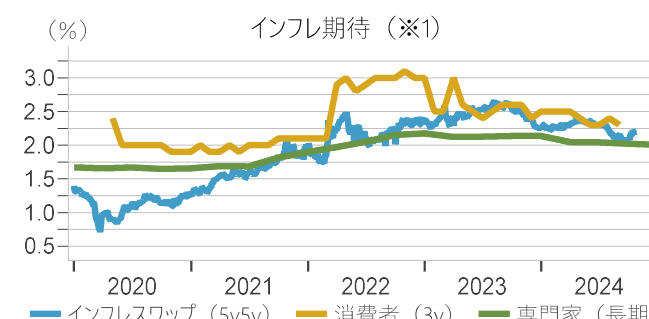
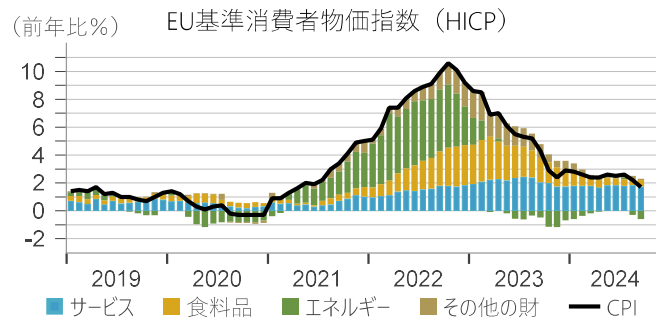
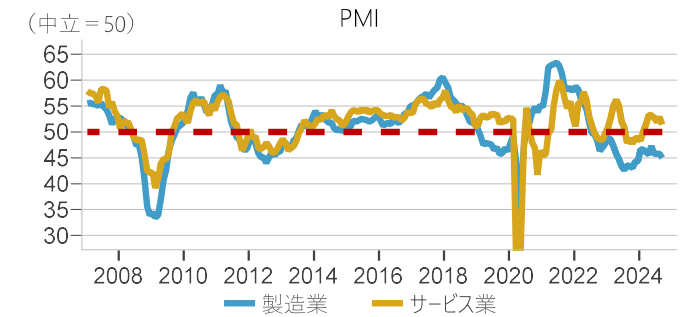
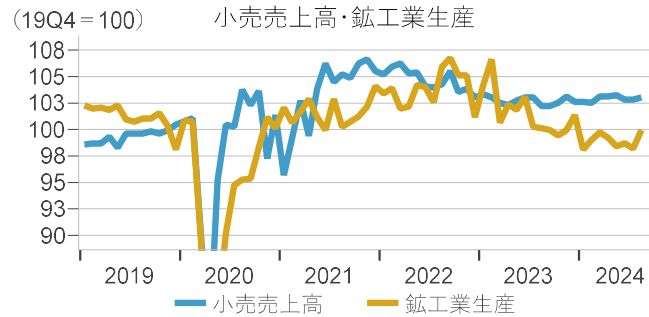
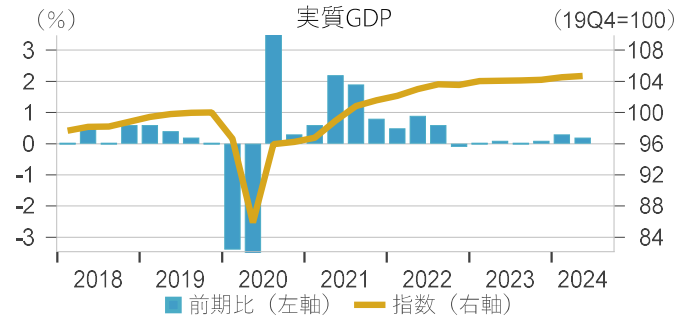


ユーロ圏主要国 株価指数 年間騰落率



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)



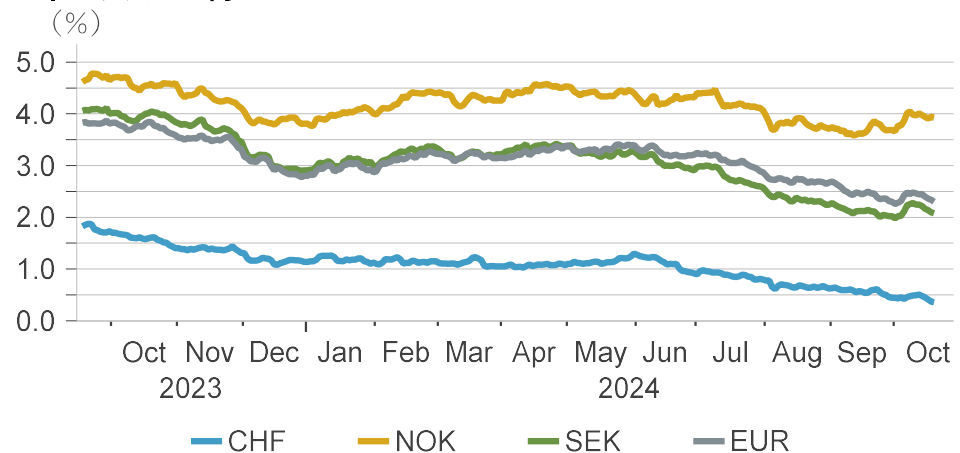
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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]@mhcbceurope.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.