

欧州G10通貨週報

2025年3月31日

みずほ銀行欧州資金部
シニアストラテジスト
中島將行
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

Private and confidential

MIZUHO

直近の主な動き一覧（1/2）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
英国・ユーロ圏経済	3月の英国・ユーロ圏のPMI速報値 はユーロ圏の製造業が大幅に改善(3月24日)	ドイツの数千億ユーロ相当のインフラ・防衛支出パッケージが議会で可決したことを受けて、製造業の景況感が大幅に改善した。
英国経済	リーブス英財務相が 春季財政報告 を発表。(3月26日)	防衛費やインフラ予算の増額といった成長重視の施策が打ち出される一方、財政規律を維持するために福祉予算の削減も合わせて発表される。英債務管理庁(DMO)の2025-26年度の国債発行計画は2990億ポンドと市場予想(3020億ポンド)を下回り、年限も長期債の発行が削減されより短期債よりに偏ったことを受けて、英国債は上昇(債券利回りは下落)した。
英国経済	英国の2月消費者物価指数 は前年比+2.8%と1月の同+3.0%から減速。(3月26日)	ただし、サービス価格は前年比+5.0%と高止まりが続いている。被服及び履物の価格の落ち込みはセールの影響と見られる。イングランド銀行が利下げペースの拡大を決断する材料とはならない見込み。
英国経済	英国 2月小売売上高 は前月比+1.0%と2か月連続の増加(3月28日)	市場予想では前月比▲0.4%の落ち込みが見込まれていたが、予想外の増加となった。割引セールもあり衣料品への支出が増加したことが指摘されている。

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
英国 金融政策	イングランド銀行(BOE) は政策金利を4.50%で据え置き(3月20日)	市場予想通りの結果だが、据え置き8名25bp利下げ1名の投票となり、事前予想の7-2対比でタカ派的票割れとなった。ベイリー総裁は政策金利発表後に放送されたインタビューで「現時点ではかなり慎重に対応を見極める必要がある。インフレの鈍化は依然として非常に緩やかなペースで進んでいるからだ」と指摘している。
ドイツ 政治	ドイツの財政改革法案が連邦参議院(上院)で可決。(3月21日)	下院では3月18日に可決した。ドイツは防衛・インフラ資金として数千億ユーロを借り入れることが可能に。
ノルウェー 金融政策	ノルウェー中央銀行は利下げ開始を見送り。(3月27日)	政策金利を市場予想通り4.5%で維持。声明文では「インフレが上向き、予想を大きく上回っている」と指摘。「政策金利を拙速に引き下げれば、物価は急激な上昇を続ける可能性がある」との見方を示した。 3月10日に発表されたノルウェーの2月CPIは前年同月比+3.6%と1月の同+2.3%から加速し、市場予想の同+2.6%を上回る結果となっていた。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「英国春季財政報告と「わたしはダニエル・ブレイク」」

3月26日に発表された英国の春季財政報告は、防衛費やインフラ予算の増額といった成長重視の施策が打ち出される一方、財政規律を維持するために福祉予算の削減も合わせて発表されました。

現在、労働年齢の人口のうち約6.5%にあたる281万人が長期の病気を理由に労働市場から退出し、給付を受け取っており、リーブス財務相はこれを持続不可能な状態と述べ福祉制度の抜本的改革が必要と主張しています。こうした人々が適切な医療を受け、労働市場に復帰することを促すことができれば、英国経済にとってはプラスでしょう。スターマー政権の成長、財政規律を重視する姿勢は金融アナリストとしては歓迎される方向性です。ただ、福祉予算の削減は労働党の本来の左派としての立ち位置から背を向けるような施策であり、世論からも、そして党内からも反発が出ています。政府は、一連の施策によって、2030年までに5万人の子供を含む25万人が新たに相対的な貧困に陥ると予測しており、国民にそうした犠牲を強いてまで、防衛費の増額や、財政規律を重視することが適切なのか、不満を覚える人は少なくないと思います。

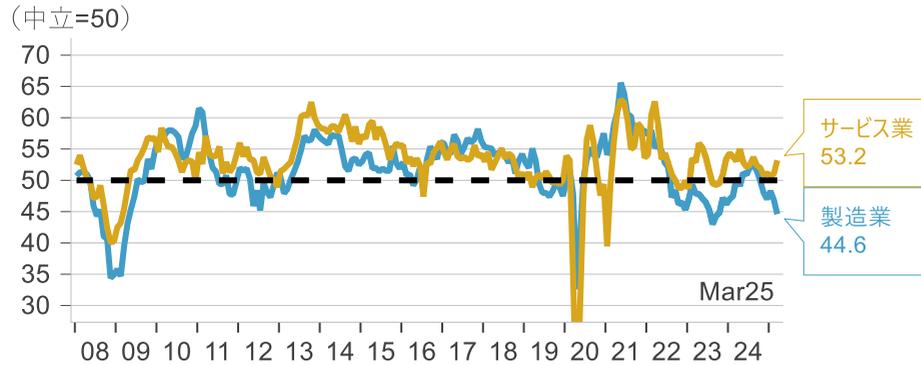
「病気」、「労働市場からの退出」、「給付」というテーマでは、2016年に公開されたケン・ローチ監督の「わたしはダニエル・ブレイク」が鮮明に思い出されます。カンヌ国際映画祭の最高賞（パルムドール）を受賞した作品であり、ご覧になった方も多いと思いますが、英国の社会福祉の厳しさを知るにはうってつけの材料だと思います。

病気で仕事を失った初老の大工であるダニエル・ブレイク氏が、給付を受けようとするも、失業手当を受けるには仕事を探す必要があり、障害給付を受けるには厳しい審査を通らなければならないはず、途方に暮れてしまう様子が描かれます。そうした中、2人の子供を抱えるシングルマザーと知り合い、互いに支え合うようになりますが、彼女も生活に困窮しており、、、と終始つらい展開の映画なのですが、不思議と見終わった後の印象は爽やかです。

しかし、本来、左派の印象の強い労働党が、こうした社会福祉削減策を打ち出さなければならないほどに、英国の財政や、経済情勢は厳しいということなのでしょう。ただ、大陸欧州の政治情勢を見ていると、緊縮策の後に、ポピュリズムや排外主義が台頭する事例には事欠かず、現状、比較的政治情勢の安定している英国でも社会の不満が拡大しないかは注意して見ていく必要があります。

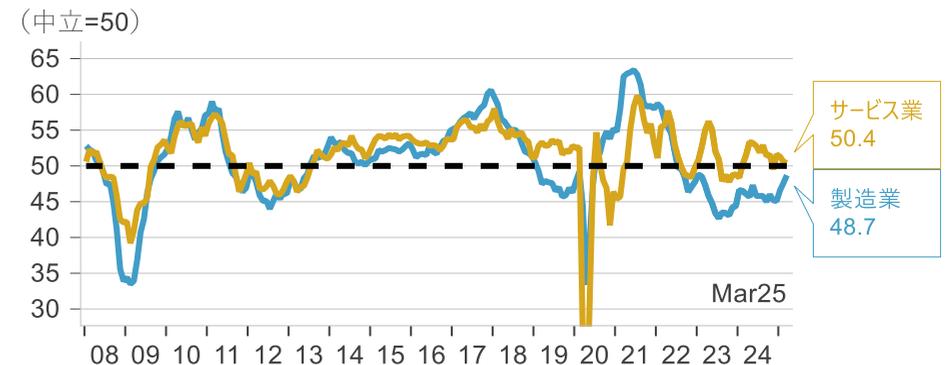
3月の英国・ユーロ圏のPMI速報値はユーロ圏の製造業が大幅に改善（3月24日）

英国



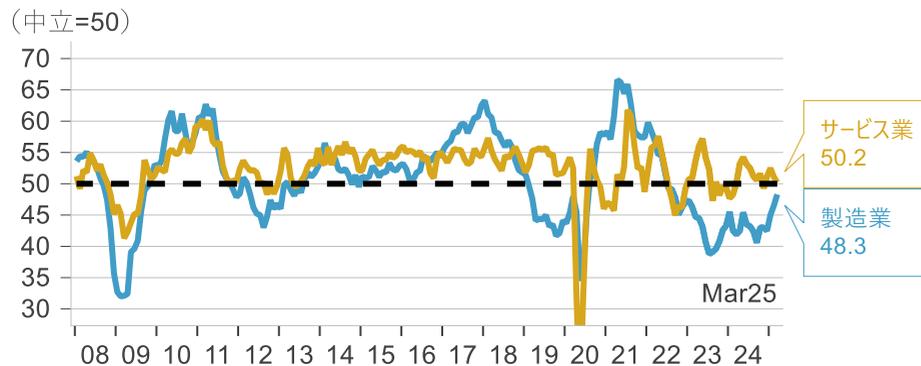
(出所：S&P Global、マクロポンド、みずほ)

ユーロ圏



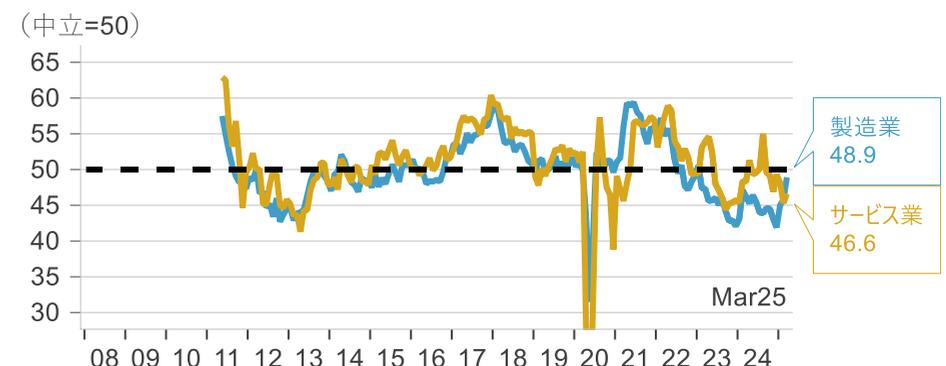
(出所：S&P Global、マクロポンド、みずほ)

ドイツ



(出所：S&P Global、マクロポンド、みずほ)

フランス



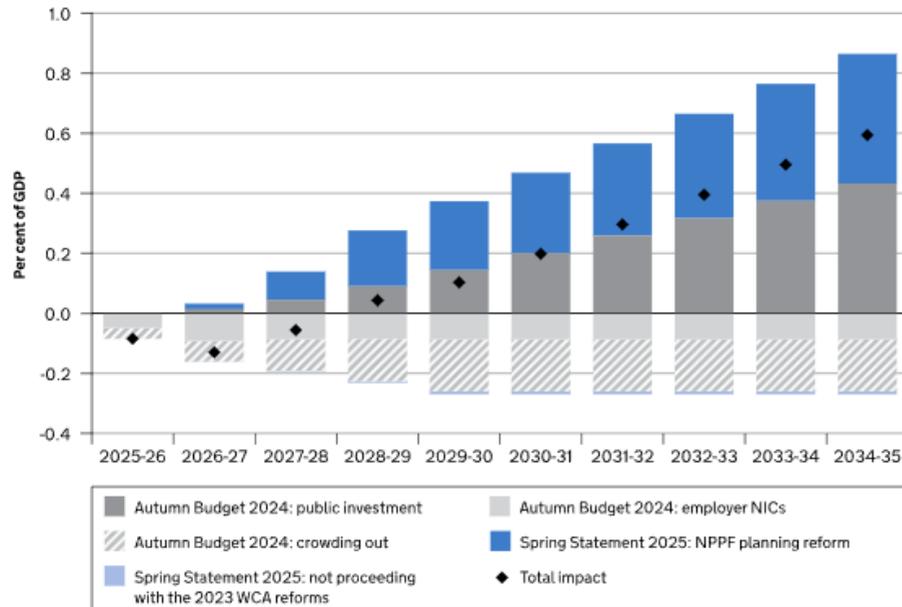
(出所：S&P Global、マクロポンド、みずほ)

ドイツの数千億ユーロ相当のインフラ・防衛支出パッケージが議会で可決したことを受けて、製造業の景況感が大幅に改善した。

リーブス英財務相が春季財政報告を発表。(3月26日)

財政措置のGDPへの影響

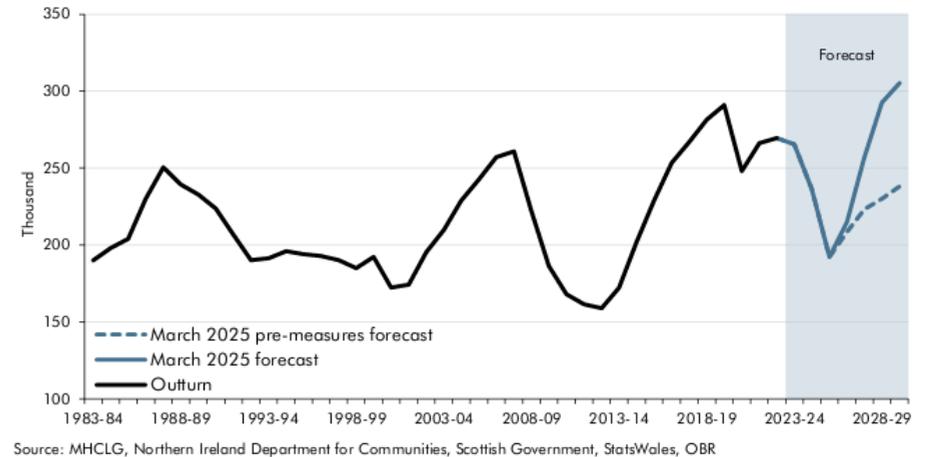
Chart 1.1: OBR-estimated supply side effects of policies announced this Parliament



Source: Office for Budget Responsibility figures and HM Treasury calculations.

英国 住宅供給

Chart 1.3: Net additions to the UK housing stock



防衛費の22億ポンドの増額や、今後5年間で資本インフラに130億ポンドを投資、都市計画・土地利用制度の改革を通じ住宅供給を加速する計画などが発表された。また、25年度の国防費は22億ポンド増やす。予算責任局（OBR）は昨年秋以降に打ち出された財政措置によって2034-35年までにGDPの水準が0.6%押し上げられると予測している。

英国 福祉予算の削減も合わせて発表

英国 長期疾病人口



注:働いていない、または求職していない理由に長期の病気を上げた15~64歳の人
 (出所:ONS、マクロポンド、みずほ)

子供の相対的貧困

Relative low income

Figure 15: Percentage of children in relative low income, FYE 2003 to FYE 2024



出所: Department for Work & Pensions
 Households Below Average Income: an analysis of the UK
 income distribution: FYE 1995 to FYE 2024
 Published 27 March 2025

30億ポンドもの福祉予算の削減も合わせて発表された。現在、労働年齢の人口のうち約6.5%にあたる281万人が長期の病気を理由に労働市場から退出し、給付を受け取っており、リーブス財務相はこれを持続不可能な状態と述べ福祉制度の抜本的改革が必要と主張している。もっとも、一連の福祉予算削減によって、政府は2030年までに5万人の子供を含む25万人が相対的な貧困に陥ると予測している。

英国 財政規律を重視する姿勢を改めて示した格好に

英国債（ギルツ）発行計画

Table 3.B Breakdown of currently planned gilt issuance in 2025-26 by type, maturity, and issuance method (£ billion and % of total)¹

	Auction	Syndication	Gilt tender	Unallocated	Total
Short conventional	110.9				110.9 (37.1%)
Medium conventional ²	73.7	16.0			89.7 (30.0%)
Long conventional ³	26.7	13.5			40.2 (13.4%)
Index-linked	20.4	10.5			30.9 (10.3%)
Unallocated				27.5	27.5 (9.2%)
Total	231.7 (77.4%)	40.0 (13.4%)	0.0 (0.0%)	27.5 (9.2%)	299.2

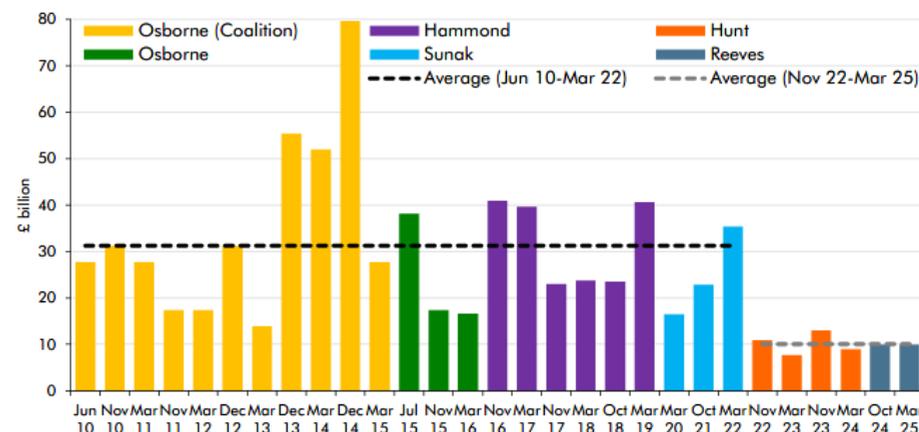
¹Figures may not sum due to rounding.

^{2,3}Including planned green gilt sales.

Source: DMO.

英国 財政余地（ヘッドルーム）

Chart 7.2: Successive forecasts for headroom against fiscal targets



Note: For comparability with headroom against the current fiscal mandate, past headrooms have been calculated in terms of per cent of GDP, as forecast at the time, and multiplied by our latest forecast for nominal GDP in 2029-30. For November 2016 and March 2020, we have used the Chancellor's headroom against the proposed fiscal rules at the time.

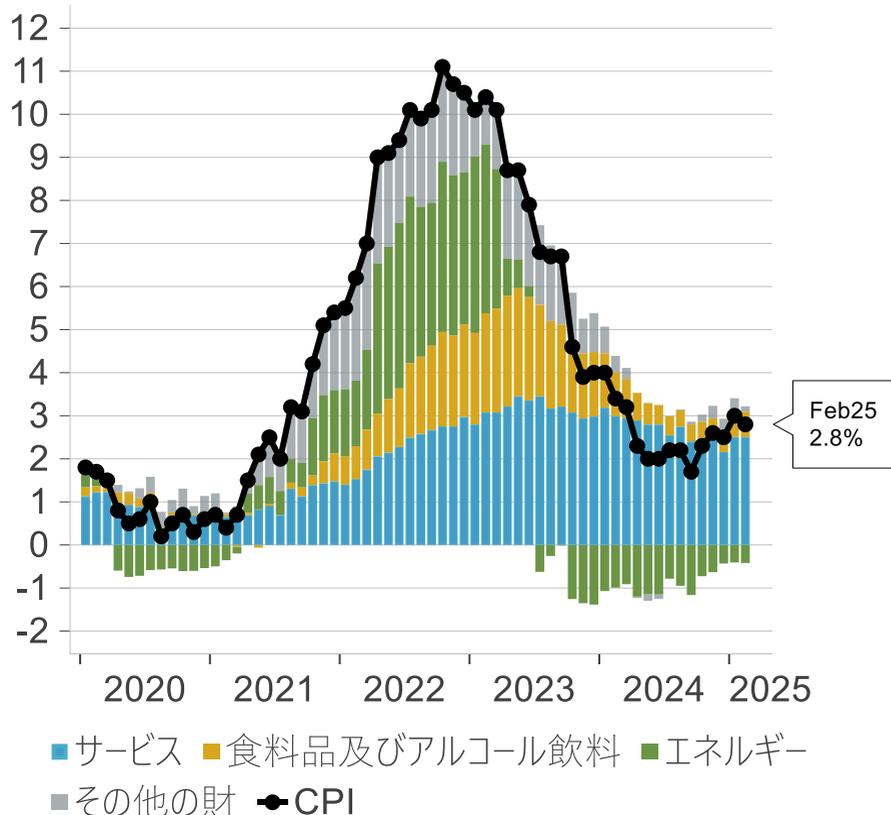
Source: OBR

英債務管理庁（DMO）の2025-26年度の国債発行計画は2990億ポンドと市場予想（3020億ポンド）を下回り、年限も長期債の発行が削減されより短期債より偏ったことを受けて、英国債は上昇（債券利回りは下落）した。一方、財政的な余裕（ヘッドルーム）は99億ポンドと発表された。昨年秋の時点と同じ数値であり、経済成長の下振れと借り入れコストの上昇でこの余裕分は消滅していたが、支出抑制策によって復活した。

英国の2月消費者物価指数は前年比+2.8%と1月の同+3.0%から減速。(3月26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

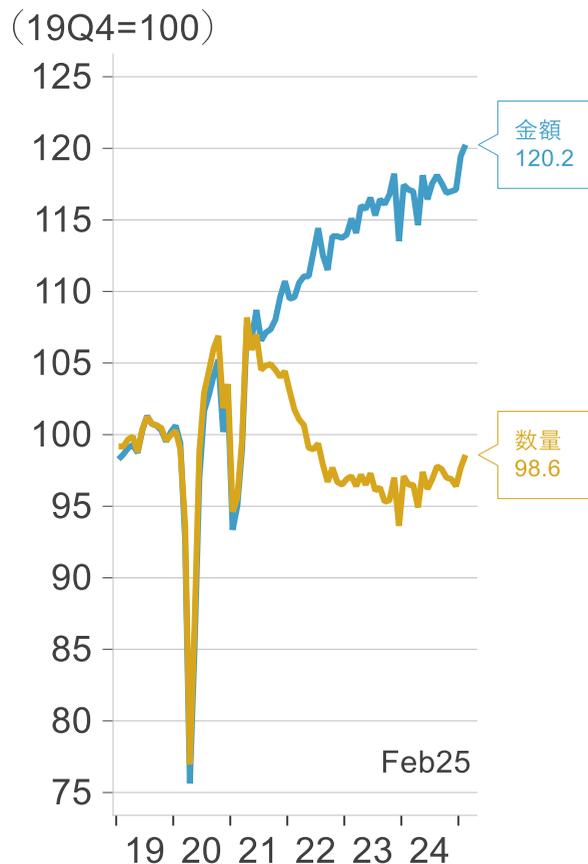
	ウェイト	Nov24	Dec24	Jan25	Feb25
総合	100.0	2.6	2.5	3.0	2.8
食料及び非アルコール飲料	11.3	2.0	2.0	3.3	3.3
アルコール飲料及びたばこ	3.9	6.9	5.3	4.9	5.7
被服及び履物	6.0	2.0	1.1	1.8	-0.6
住宅・住宅サービス	12.8	3.0	3.1	2.1	1.9
家具・家事用品	5.8	-0.4	-0.3	0.5	0.2
保険医療	2.8	5.5	5.6	5.0	5.1
交通	13.2	-0.9	-0.6	1.7	1.8
通信	2.4	4.8	6.1	5.9	7.3
娯楽	14.9	3.6	3.4	3.8	3.4
教育	3.2	5.0	5.0	7.5	7.5
レストラン・ホテル	13.7	4.0	3.4	3.3	3.4
その他財・サービス	10.0	3.0	3.5	2.8	3.0
【財・サービス分類】 財	49.9	0.4	0.7	1.0	0.8
食料・アルコール飲料・たばこ	15.1	3.2	2.8	3.7	3.9
エネルギー	6.2	-8.8	-6.0	-6.6	-6.8
【財・サービス分類】 サービス	50.1	5.0	4.4	5.0	5.0
コアCPI	78.7	3.5	3.2	3.7	3.5

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)

ただし、サービス価格は前年比+5.0%と高止まりが続いている。被服及び履物の価格の落ち込みはセールの影響と見られる。イングランド銀行が利下げペースの拡大を決断する材料とはならない見込み。

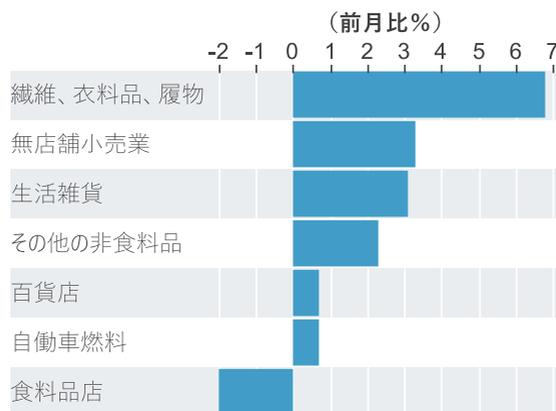
英国 2月小売売上高は前月比+1.0%と2か月連続の増加（3月28日）

英国 小売売上高



(出所：英国家統計局、マクロポンド、みずほ)

英国 小売売上高 セクターごと



(出所：英国家統計局、マクロポンド、みずほ)

英国 GfK消費者信頼感指数

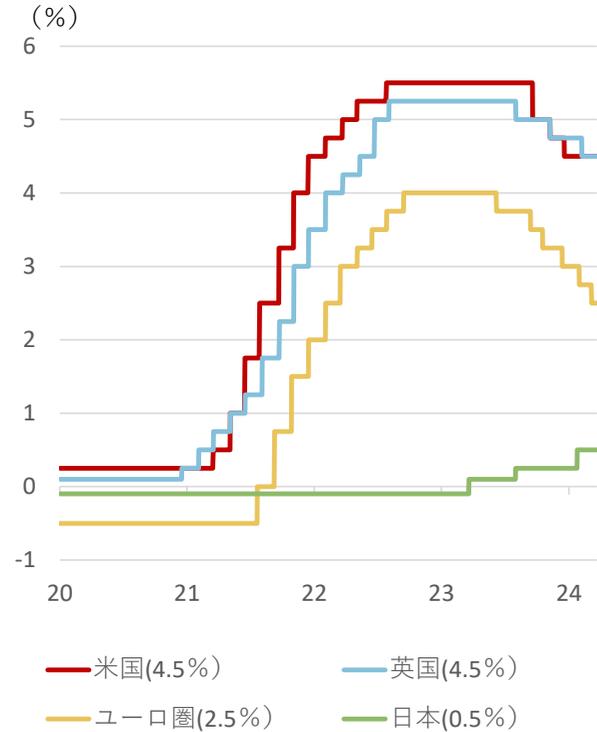


(出所：GfK、マクロポンド、みずほ)

市場予想では前月比▲0.4%の落ち込みが見込まれていたが、予想外の増加となった。割引セールもあり衣料品への支出が増加したことなどが要因として指摘されている。

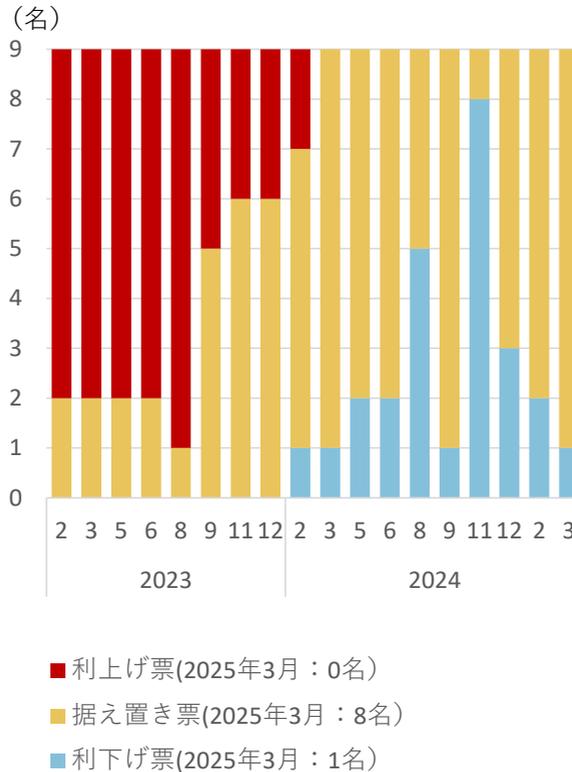
イングランド銀行（BOE）は政策金利を4.50%で据え置き（3月20日）

主要中銀政策金利



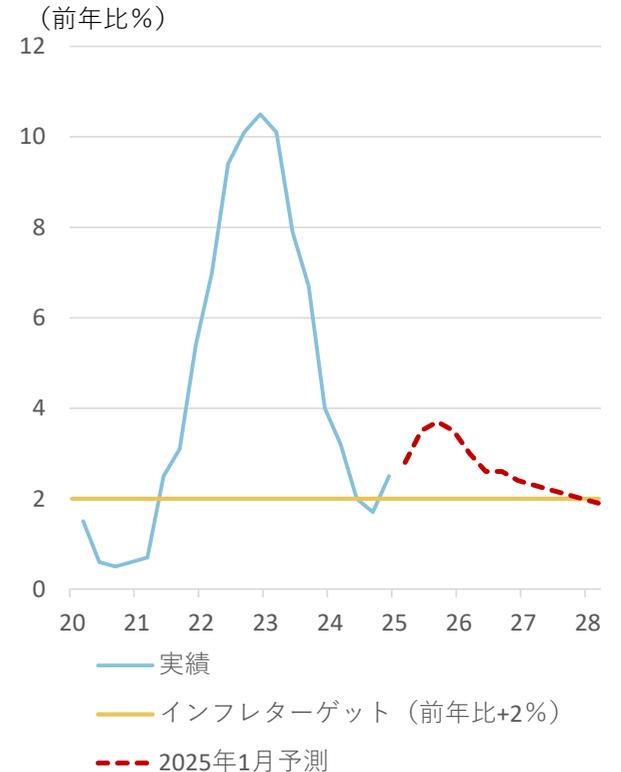
(出所：ブルームバーグ、みずほ)

イングランド銀行 MPC投票結果



(出所：BOE、ブルームバーグ、みずほ)

英国 CPI実績とBOE予測



(出所：BOE、マクロポンド、みずほ)

市場予想通りの結果だが、据え置き8名25bp利下げ1名の投票となり、事前予想の7-2対比でタカ派的票割れとなった。ベイリー総裁は政策金利発表後に放送されたインタビューで「現時点ではかなり慎重に対応を見極める必要がある。インフレの鈍化は依然として非常に緩やかなペースで進んでいるからだ」と指摘している。

欧州G10通貨中期見通し（2025年2月28日時点）

	Spot	2025 Mar	Jun	Sep	Dec	2026 Mar
対ドル						
EUR/USD	1.04	1.04	1.04	1.01	0.99	1.00
GBP/USD	1.26	1.26	1.26	1.25	1.24	1.25
USD/CHF	0.90	0.89	0.88	0.90	0.91	0.90
USD/NOK	11.2	11.3	11.2	11.4	11.5	11.3
USD/SEK	10.7	10.9	11.0	11.4	11.5	11.3
対ユーロ						
EUR/GBP	0.83	0.83	0.83	0.81	0.80	0.80
EUR/CHF	0.94	0.93	0.92	0.91	0.90	0.90
EUR/NOK	11.69	11.7	11.6	11.5	11.4	11.3
EUR/SEK	11.15	11.3	11.4	11.5	11.4	11.3
対円						
EUR/JPY	156.3	158	155	153	152	156
GBP/JPY	189.2	192	188	189	191	195
CHF/JPY	166.7	170	168	168	169	173
NOK/JPY	13.4	13.5	13.4	13.3	13.4	13.8
SEK/JPY	14.0	14.0	13.6	13.3	13.4	13.8
USD/JPY	150.3	152	149	151	154	156

注：ユーロドル、ユーロ円、ドル円の見通しは「みずほ中期為替相場見通し」（2025年2月28日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2025年2月28日時点

英ポンド

イングランド銀行(BOE)の政策の軸足が、サービス価格を中心とするインフレ高止まりリスクから、景気の減速リスクに移行

- 英ポンドは2月に対ドルで約1.5%、対ユーロで約1.3%反発した。
- ポンドの2月分の上昇に関しては、概ね波乱に見舞われた1月の巻き戻しという側面で説明できよう。1月には財政懸念から英国債が急落(利回りは急上昇。1月8日には10年債利回り4.8%と2008年8月以来の高水準に達した)し、ポンドにも大幅な下落圧力がかかったが、2月には英国債・ポンドともに反発した。特に、2月11日には英国政府は10年債発行で過去最高となる130億ポンドを調達している。1月の英国債の混乱について、英政府は、米国を震源とするグローバルな債券利回りの上昇の波及によるものという立場だが、概ね市場もそうした見方を支持しているものと見られる。
- 一方、先行きではイングランド銀行(BOE)の金融政策スタンスが、サービス価格を中心とするインフレ高止まりリスクから、景気の減速リスクにやや軸足が移されようとしていることが、ポンドの上値を抑える要因となるだろう。こうしたBOEのスタンス変更を象徴するのがBOEのキャサリン・マン委員である。マン氏はタカ派の論客として知られていたが、2月6日の会合では実際の利下げ幅の25bpを上回る50bpの利下げを主張した。翌2月11日には英FT紙のインタビューにおいて、マン氏は自身がタカ派からハト派にスタンスを変えた理由について聞かれ、弱い需要がインフレ抑制に寄与する可能性を指摘した。
もっとも、その後に発表された10-12月期の賃金上昇率や、1月の消費者物価指数のデータは根強いインフレ圧力を示唆するものであり、BOEの追加利下げ観測の後退に伴いポンド高にもつながっている。
- 引き続き、英ポンドは、インフレ高止まりリスクと、景気減速リスクの綱引きとなりやや方向感を失った展開となりそうだ。

ユーロ

域内の政治・経済情勢に対する懸念が強いなかでの「敵失のユーロ高」

- 2月のユーロ相場は堅調だった。これはユーロ圏の経済・金融情勢を評価した結果ではなく、米国経済への懸念が米金利を押し下げ、ドルが売られる中での「敵失のユーロ高」とも言える動きだった。相変わらず域内の政治・経済情勢は芳しいものではなく、トランプ政権による関税政策やこれに対するEUの報復関税の影響を踏まえれば、ユーロ圏は望まぬインフレの輸入を強いられる懸念が強い。当面のユーロ圏経済の状況を踏まえれば、中立金利(2%前後)を下回る利下げも期待されるが、ユーロ相場の下落ひいては域内のインフレ圧力の押し上げを懸念してECBは利下げを温存しようとするかもしれない。しかし、最終的にはファンダメンタルズの劣化に抗えず相応の利下げを強いられると予想しておきたい。また、注目されたドイツ総選挙は案の定、組閣が難航する結果に終わっている。国民の支持を取り付けている極右政党を避けながら実現できる連立政権の組み合わせでは特に問題視されるエネルギー政策の現状打開は難しそうだ。結果、ドイツ経済の長期停滞懸念は残存することになる。政治・経済の現状を踏まえる限り、「敵失のユーロ高」が持続する可能性は低そうである。

注：ユーロの見通しの概要は「みずほ中期為替相場見通し」（2025年2月28日発行）より抜粋。

スイスフラン

マイナス金利再導入観測が後退

- スイスフランは2月は対ユーロで3か月ぶりに+0.7%と反発。過去2か月間は、昨年12月にスイス国立銀行が市場予想を上回る50bpの大幅利下げに動き、さらにマイナス金利の再導入を可能性を示唆したことを受けてフランには下落圧力がかかっていた。しかし、直近の経済指標を見る限りは再導入の可能性は低下しているように見られる。
- 通貨高は高級腕時計などスイスの輸出の逆風となっているものの、スイス経済は底堅く推移している。2月27日に発表された2024年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%と市場予想の同+0.4%を上回った。
- 先行きでは、2月28日に行われたウクライナのゼレンスキー大統領と、米国のトランプ大統領及びバンス副大統領の会談が決裂し、記者会見が中止されたことを受け、安全資産の需要からフランには再び上昇圧力がかかる公算が大きい。

ノルウェークローネ

3月のノルウェー中央銀行の会合を控え小動き

- ノルウェークローネは3月27日にノルウェー中銀の会合を控え、2月は小動きの展開となった。ノルウェー中央銀行は1月23日の金融政策決定会合で政策金利を4.5%に据え置く一方、今年3月には金融緩和に着手する可能性が高いとする見通しを維持している。利下げ開始となればノルウェー経済にとって一つの区切りとは言え、クローネのサポート要因がやや弱まることにつながるだろう。もっとも、2月に発表された労働市場や消費のデータは底堅く、どこまでノルウェー中銀が緩和姿勢を示すかは不透明感が大きい。

スウェーデンクローナ

インフレ指標の上振れによって、リクスバンクの政策金利据え置き観測が強まる

- スウェーデンクローナは2月に対ユーロで+2.8%と大幅に反発。きっかけは2月6日に発表されたインフレ率の上振れだ。1月コアCPIは前年同月比+2.2%と市場予想の同+1.6%を大きく上回った。リクスバンクは1月29日に市場予想通り25bpの利下げを決定したうえで、当面、政策金利を2.25%で据え置く考えを示していた。市場ではリクスバンクの追加利下げがなお織り込まれた状態にあったが、インフレ指標の上振れによって、据え置き観測が強まった形だ。

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



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

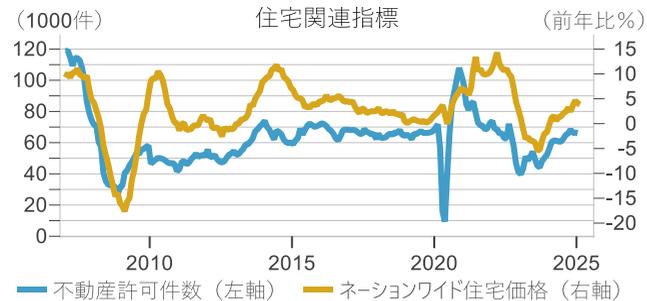
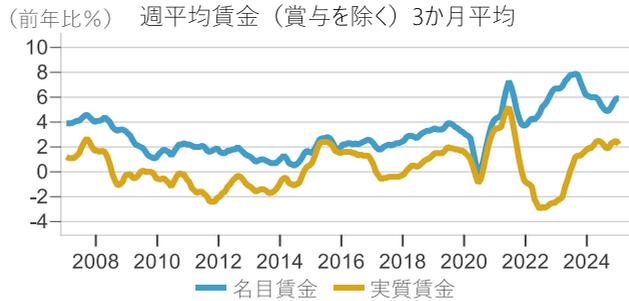
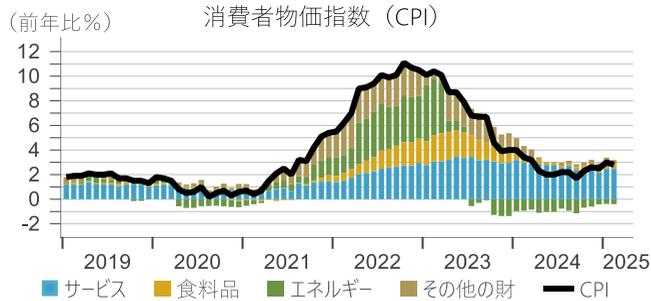
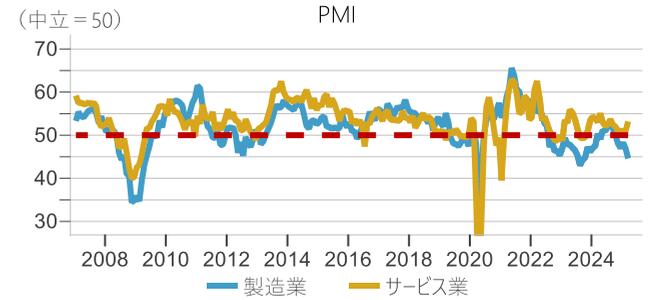


FTSE100種総合株価指数 年間騰落率



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)

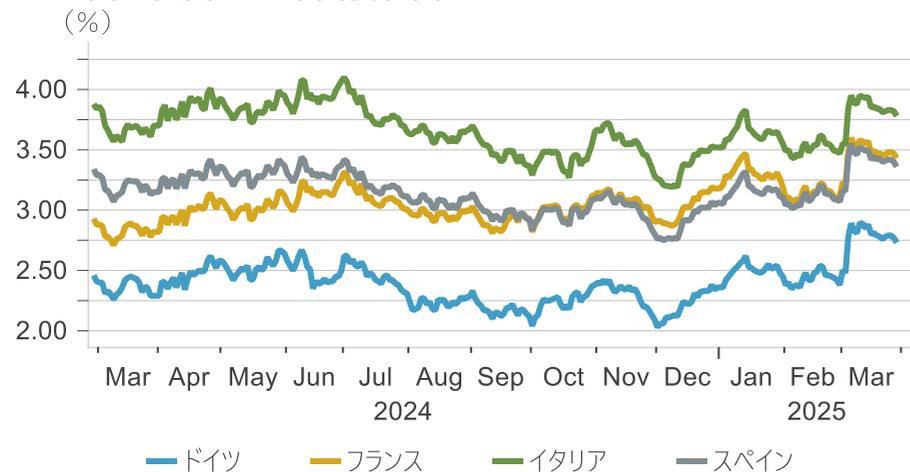


ユーロ リスクリバーサル (1か月)



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

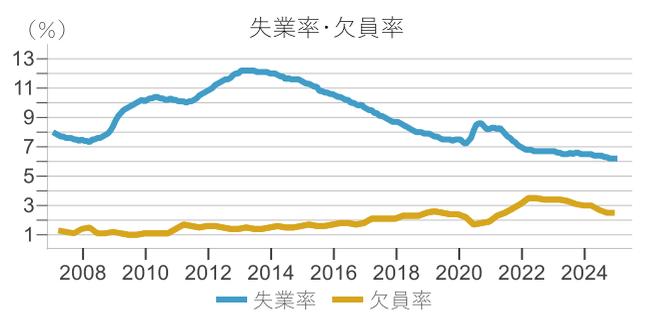
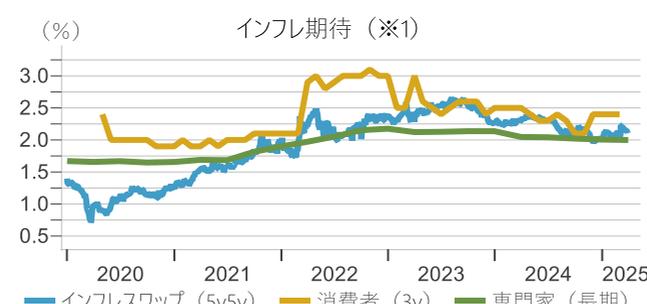
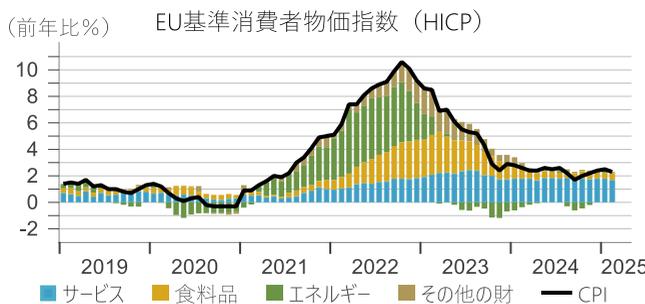
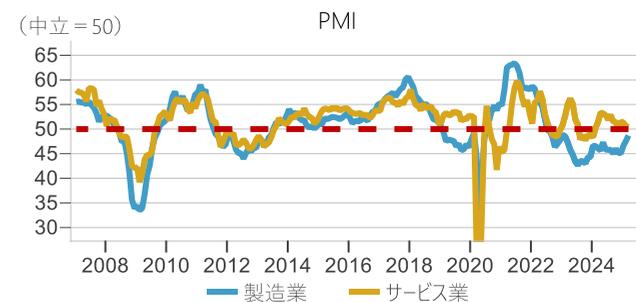


ユーロ圏主要国 株価指数 年間騰落率



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。
 シャドーレートは、企業や家計への新規融資に適用される貸出金利を加重平均したもの。
 (出所：ユーロスタット、欧州中央銀行 (ECB)、Indeed、マクロボンド、みずほ)

スイスフラン、北欧通貨 マーケット指標

スイスフラン対ユーロ相場 (EURCHF)



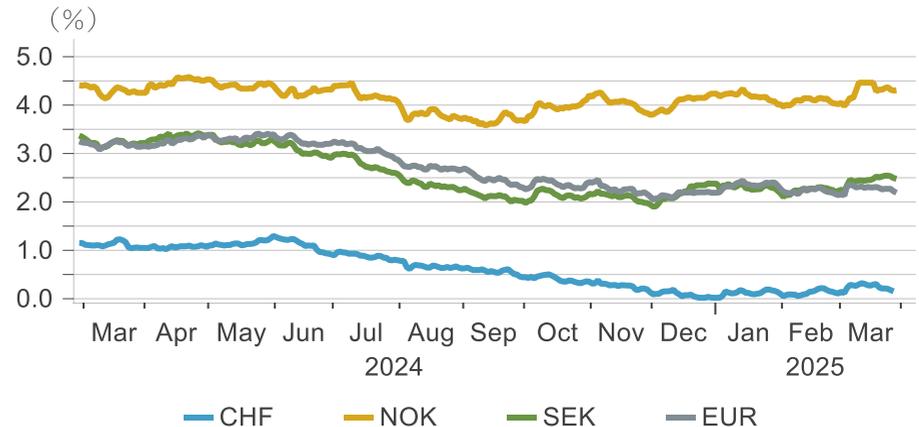
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



スウェーデンクローナ対ユーロ相場 (EURSEK)



2年スワップ金利



MACROBOND

Disclaimer

This presentation (the "Presentation") is given for general information purposes only and shall be kept strictly confidential by you and shall only be used by you in connection with this transaction. Until receipt of necessary internal approvals and until a definitive agreement is executed and delivered, there shall be no legal obligations of any kind whatsoever (other than those relating to confidentiality) owed by either party with respect to any of the material contained in the Presentation. All of the information contained in the Presentation is subject to further modification and any and all opinions, forecasts, projections or forward-looking statements contained herein shall not be relied upon as facts nor relied upon as any representation of future results which may materially vary from such opinions, forecasts, projections or forward-looking statements. In particular, no tax advice is given and you should ensure that you each seek your own tax advice.

You should obtain your own independent advice on the financial, legal, accounting, and tax aspects of any proposed solution outlined in this Presentation. You agree that you are not relying and will not rely on any communication (written or oral) of Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA), or Mizuho Securities USA Inc. or any company whose ultimate holding company is Mizuho Financial Group, Inc. (each a "Mizuho Group Company") as investment advice or as a recommendation to enter into any transaction, and that you are capable of assessing the merits of and understanding (on your own behalf or through independent professional advice), and should you enter into a definitive agreement with a Mizuho Group Company, you will do so because you understand and accept the terms and conditions and risks (including but not limited to economic, competitive, operation, financial, legal, accounting and tax risks) of such transaction. No Mizuho Group Company in any way warrants, represents, or guarantees the financial, accounting, legal or tax results of the transaction described in the Presentation nor does it hold itself out as a legal, tax or accounting advisor to any party.

With respect to derivative transactions, documents presented to you and our discussions with you present one or a few of the possible ways of using derivative products. You should only enter into a derivative transaction and the underlying documentation/contracts (collectively "derivative transaction") after you have obtained a sufficient understanding of the details and consequences (including potential gain and loss consequences) of entering into a derivative transaction. The actual conditions and terms of the derivative transaction that you enter into with a counterparty will be determined by prevailing market conditions at the time that you enter into the derivative transaction with that counterparty. Consequently, you should carefully review the specific terms and conditions of your derivative transaction at that time. You agree that the final decision to enter into a derivative transaction is solely yours and such decision was made solely at your discretion after you had independently evaluated all the risks and benefits associated with the derivative transaction. For derivative transactions where you may have a right or option to make a choice, your ability to exercise your right or option is for a limited time period only. If you choose to terminate or cancel a derivative transaction early, you may be required to pay a derivatives transaction termination payment to the counterparty. In the event that the creditworthiness of your counterparty under the derivative transaction deteriorates, a possibility exists that you may not attain the financial effect that you may have originally intended to achieve at the time that you entered into the derivative transaction, and that you may incur an expense/loss.

When entering into a contingent convertible transaction, you should be aware of and have a sufficient understanding of the Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015, published in June 2015 by the FCA, which took effect from 1 October 2015 in relation to contingent convertible instruments (the "PI Instrument").

Nothing contained herein is in any way intended by any Mizuho Group Company to offer, solicit and/or market any security, securities-related product or other financial instrument which such Mizuho Group Company is otherwise prohibited by United Kingdom, U.S., Japanese or any other applicable laws, regulations, or guidelines from offering, soliciting, or marketing. For the avoidance of doubt, Mizuho Bank, Ltd will not provide securities related business, this would be offered by the appropriate entity within Mizuho Securities Co., Ltd. You should ask questions and make inquiries on products and services provided by any Mizuho Group Securities Company directly to the party providing those services.

Any tax aspects of this proposed financial solution are non-confidential, and you may disclose any such aspect(s) of the transaction described in the Presentation to any and all persons without limitation. In particular, in the case of the United States, to ensure compliance with Internal Revenue Service Circular 230, prospective investors are hereby notified that: (A) any discussion of U.S. Federal tax issues contained or referred to in the Information book or any document referred to herein is not intended or written to be used, and cannot be used, by prospective investors to avoid penalties that may be imposed on them under the United States Internal Revenue code of 1986, as amended (the "Code"); (B) such discussions are written for use in connection with the promotion or marketing of the transactions or matter addressed herein; and (C) prospective investors should seek advice on their particular circumstances from an independent tax advisor. A Mizuho Group Company may have acted as underwriter, agent, placement agent, initial purchaser or dealer, lender on instruments discussed in the Presentation, may have provided related derivative instruments, or other related commercial or investment banking services. A Mizuho Group Company or its employees may have short or long positions or act as principal or agent in any securities mentioned herein, or enter into derivative transactions relating thereto or perform financial or advisory services for the issuers of those securities or financial instruments.

The reference throughout this Presentation to "Mizuho" is a generic reference to one or more Mizuho Group Companies. Accordingly, the legal entity which may enter into any transaction or provide any service described in the Presentation may, at the option of one or more Mizuho Group companies and subject to any legal/regulatory requirement, be any one or more Mizuho Group Companies, such as Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA) acting as agent for Mizuho Bank, Ltd., or Mizuho Securities USA Inc. (which is a registered US broker-dealer and the entity through which Mizuho generally conducts its investment banking, capital markets, and securities business in the United States), provided that such Mizuho Group Company is permitted and, if required, appropriately licensed and/or registered to engage in such activities in accordance with applicable laws, rules and regulations.

As previously notified and explained, and unless and until you notify the relevant Mizuho Group Company to the contrary, any non-public information provided by you to any Mizuho Group Company will be maintained in accordance with its internal policies and will be shared with other Mizuho Group Companies to the extent deemed necessary by such Mizuho Group Company to consummate the transaction or provide the product or service described in the Presentation. Any interest rate for the transactions contemplated in this Presentation (the "Financing") will be determined by reference to an interest rate benchmark. You should be aware of statements made by the UK's Financial Conduct Authority and other international regulators, suggesting that the London Interbank Offered Rate ("LIBOR") and certain other interest rate benchmarks may cease to be published (or be subject to substantial changes or restrictions in use) over the course of the next few years and, in the case of LIBOR, by the end of 2021. In addition, such benchmark rates may cease to be customary for use in the applicable markets and/or may become inappropriate for use in the Financing. Therefore, amendments may be required to the Financing in the future if any such event occurs and you should consider the impact of any future changes to the interest rate under the Financing. Although Mizuho will endeavour to minimise any disruption arising from any such transition, Mizuho cannot give any assurances as to the continued publication or relevance to the Financing of LIBOR or any other benchmark rate or give any assurances as to the likely costs and expenses of any resulting transition. If you are in any doubt as to the impact of these reforms, you are encouraged to seek independent advice.

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

Within the UK and Europe the email addresses of Mizuho staff indicates which entity they are employed by, e.g. (i) [name]@mizuhoemea.com or [name]@mhceurope.com would indicate Mizuho Bank, Ltd.; (ii) [name]@uk.mizuho-sc.com indicates Mizuho International plc; (iii) [name]@eu.mizuho-sc.com indicates Mizuho Securities Europe GmbH.

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

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

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