

欧州G10通貨週報

2025年6月2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 経済	英国のスターマー首相は、防衛産業の強化のため、6つの兵器工場を建設するために15億ポンドを投資すると発表。（6月1日）	労働党政権が6月2日月曜日に新たな防衛戦略を発表するのに先立ち。スターマー首相は公式には2027年までに国防費を対GDP比2.3%から2.5%に増加させると表明しているが、6月24日から26日にNATO首脳会議を控えるなか、防衛費の一段の増加が必要という見方が高まっている。
英国 経済	イングランド銀行(BOE)のベイリー総裁が、EUとの貿易強化を提言。（5月29日）	経済成長を後押しし、EU離脱の「悪影響を最小限に抑える」ため、政府に対しEUとの包括的な貿易協定に締結を求めた。
ユーロ圏 経済	スペイン、イタリアで5月のHICPの伸びが前年比+1.9%となり、ECBが目標とする前年比+2%を下回る。（5月30日）	ECBは6月5日に金融政策決定会合を控える。このところECB高官から利下げ停止を求める声も見られつつあるが、インフレ鈍化が広がりつつあることは、利下げ継続を後押しするものになると見込まれる。
ユーロ圏 金融政策	ラガルドECB総裁が、任期途中での退任と世界経済フォーラム(WEF)のトップ就任を検討とFTが報じる。（5月28日）	ラガルド氏のECB総裁としての任期は2027年まで。ECB報道官は「ラガルド総裁は常に自らの指名に強くコミットしており、任期を全うする決意でいる」とコメントした。

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
スウェーデン 経済	スウェーデンの1-3月期実質GDP成長率は前期比▲0.2%の落ち込みに。(5月30日)	市場予想(0.1%増)やリクスバンクが3月に発表した見通し(0.5%増)を下回った。家計支出や投資といった内需が落ち込み、辛うじて輸出の堅調さに支えられた格好となっている。クローナのこれまでの堅調な推移や、1-3月期の実質GDPの落ち込みもあり、リクスバンクの6月会合での利下げ期待が高まっていることは、クローナの上値を抑える要因となろう。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「英国とポーランド」

東欧ポーランドで大統領選挙の決選投票が6月1日に控えていることもあり、フィナンシャルタイムズ紙やガーディアン紙、BBCなど英国の主要メディアで同国に関する特集記事が組まれています。とりわけ大きな扱いをしているのがエコノミスト誌であり、2025年5月24日号ではポーランドの地政学的・経済的な重要性が詳細に論じられています。

英国にいと、東欧ないしポーランドに対し、英国人がある種特別な感情を抱いているように感じられることがあります。それが顕著に表れたのは昨年の総選挙の際のキア・スターマー氏（当時労働党党首、現首相）の発言です。当時、スターマー氏は「このままでは、英国の労働者はポーランドの労働者よりも貧しくなる。それが今の保守党政権の成果だ」と保守党政権の経済運営を批判しました。

この比較は一部で物議を醸しましたが、「変化の必要性」を訴えるには効果的だったのではないかと見られています。

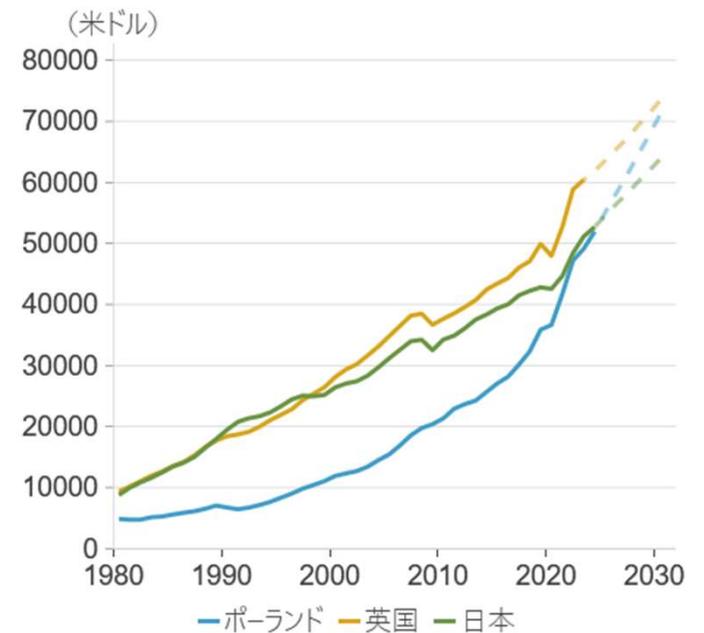
英国人がスターマー氏のこのメッセージに危機感を感じるのは、2004年のEUの東方拡大後、ポーランドをはじめとする東欧からの移民が低賃金労働者として英国に大挙して流入したという歴史的な背景があります。そして、あまりにも東欧からの移民が増えすぎたことが2016年の英国国民投票でのEU離脱派の勝利の一因になりました。

そんな、より良い暮らしを求めて英国に多くの人々が渡ってきたポーランドがEU加盟後20年あまりで急成長を遂げている一方で、英国の経済成長は停滞しているということをスターマー氏は伝えたかったのだと見られます。ポーランドは、EUからの資金流入を背景とするインフラ投資の拡大、ドイツに近接する地の利や共産主義時代からの高い教育水準と勤勉な労働力に裏打ちされた製造業の振興のほか、ITリテラシーや語学力を背景にハイテク産業や、企業のコールセンターの進出などでも注目を集めています。また、EUの安全保障の要としての役割においても存在感を増しており、2024年の防衛費支出は対GDP比4%を超え、さらに5%超へと引き上げる計画も進んでいます。

実際に、私の周りのポーランド人に聞いても、このところ本国での給与水準が英国とそれほど変わらない一方で、生活費の水準は英国の5割から7割程度ということで、ポーランドに戻る選択をする人もいる、ということでした。

ちなみに、日本との比較では、2024年時点でポーランドの1人あたりGDP（購買力調整後）はもうほぼ変わらない水準に迫っています（日本が52,713ドルに対し、ポーランドは51,983ドル）。おそらくこのままのトレンドが続けば今年にも逆転することになると見られます。日本でも、賃上げの機運は高まりつつありますが、やはり一段と変化が必要なのではないかと感じます。

1人あたりGDP（購買力平価ベース、PPP）



注：点線はIMF予測値。
(出所：IMF、マクロホンド、みずほ)

欧州G10通貨中期見通し（2025年5月30日時点）

	Spot	2025 Jun	Sep	Dec	2026 Mar	Jun
VS USD						
EUR/USD	1.14	1.13	1.12	1.09	1.10	1.12
GBP/USD	1.35	1.35	1.35	1.36	1.37	1.39
USD/CHF	0.82	0.82	0.82	0.86	0.87	0.88
USD/NOK	10.1	10.4	10.4	10.6	10.4	10.1
USD/SEK	9.6	9.6	9.7	9.9	9.7	9.5
VS EUR						
EUR/GBP	0.84	0.84	0.83	0.80	0.80	0.81
EUR/CHF	0.94	0.93	0.92	0.94	0.96	0.98
EUR/NOK	11.51	11.7	11.6	11.5	11.4	11.3
EUR/SEK	10.87	10.9	10.9	10.8	10.7	10.6
VS JPY						
EUR/JPY	163.9	164	164	158	157	158
GBP/JPY	194.7	196	197	197	196	196
CHF/JPY	175.2	176	178	168	164	161
NOK/JPY	14.2	14.0	14.1	13.7	13.8	14.0
SEK/JPY	15.1	15.0	15.0	14.6	14.7	14.9
USD/JPY	144.4	145	146	145	143	141

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5月30日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2025年5月30日時点

英ポンド

堅調な経済統計や、4月CPIの上振れを受けて、イングランド銀行の利下げ期待が後退

5月の英ポンドは対ドルで1%強の上昇となり、ユーロや日本円などの主要G10通貨を明確にアウトパフォームしている。2025年1-3月期の実質GDP成長率をはじめとする堅調な経済統計や、4月CPIの上振れを受けて、イングランド銀行の利下げ期待が後退した。また、英国が他国に先駆けて米トランプ政権と関税交渉で妥結したことも英国経済、ポンドにとって追加の好材料と言えるだろう。

イングランド銀行は5月8日に政策金利を4.25%に引き下げた。市場予想通りの利下げだった一方、票が割れ一部の委員が据え置きを主張したことや、漸進的な利下げペースを継続する旨の文言が維持されたこともあり、直後に英ポンドは対ドルで上昇した。その後、5月15日に発表された2025年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.7%と市場予想の同+0.6%を上回る結果となったことや、21日発表の4月CPIが前年比+3.5%と3月の同+2.6%から加速したこと、23日発表の4月小売売上高が前月比+1.2%増と4か月連続で拡大したことなどもあり、BOEの利下げ期待は一段と縮小した。

一方、英国の経済指標は必ずしも強いものばかりではない。例えば、5月13日発表の賃金上昇率は2025年1-3月期は前年同月比+5.6%と、2024年12月～2025年2月の同+5.9%から伸びが減速した。給与所得者の数は4月に3万2,532人減少しており、労働需給の逼迫には緩和の兆候が強まりつつある。もっとも、現時点で賃金の伸び率は依然として高く、BOEの利下げ加速にはつながらない見込みである。

BOEはかねてより金融政策の軸足をインフレ抑制から景気への配慮にシフトさせており、BOEの金融政策の方向性は緩和継続だが、そのペースは緩やかなものとなるだろう。英国ではBREXITなど固有の要因もあり、賃金及びサービス価格の高止まりがユーロ圏と比較して鮮明であり、BOEが積極的な利下げには動きにくい環境にあるためだ。このように、英国の高金利は「悪い高金利」の側面も否めないが、それでも英国は主要国の中で特に長短の金利水準は高く、結果的に、英ポンドが対円、対ユーロで緩やかに上昇する公算は大きいと見ている。

ユーロ

米国から欧州への資金ローテーションに伴いユーロ相場の底堅さは続く

5月のユーロ相場は方向感に乏しい時間帯が続いた。ドルの信認喪失を受けた「敵失のユーロ高」は基本的に続いているが、関税騒動にある程度の目途がつく中、一方的な売買も控えられつつある。もっとも、中国や英国と折り合いをつける米国だが、EUに対しては手厳しい言動が続いており、当分落ち着きそうな雰囲気はない。トランプ政権を懐柔しようとする主要国と異なり、EUは正面から戦う姿勢を崩しておらず、直感的に両者の相性はかなり悪そうだ。域内の経済・金融情勢に目をやると、インフレ率は+2%近傍で安定しているが、当面の賃金鈍化を前提としてECBの利下げ路線は持続しそうである。4月以降のユーロ/ドル相場の騰勢は明らかに欧米金利差から正当化されないものであり、ドル強体制の瓦解を視野に入れた地合いと考えられる。予測期間中にそのシナリオが実現するとは思えないが、米国から欧州へのローテーションを指摘する声もあり、だとすれば、ユーロ相場の底堅さは予想せざるを得ない（これはドル/円の上値の重さにも繋がる）。毀損した米国への信頼が直ぐに復元する雰囲気もなく、利下げにもかかわらずユーロ/ドル相場の堅調は続きやすいだろう。

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5月30日発行）より抜粋。

スイスフラン

マイナス金利再導入の是非が焦点に

5月のスイスフラン相場は対ユーロでほぼ横ばいの動きに留まった。4月につけた対ユーロでの直近の高値(0.92219)からは約1.5%下落した水準にある。

4月は初旬に米トランプ政権が相互関税を発表したことを受けて、世界的に金融市場が混乱に見舞われるなか、対外純債権国であり、巨額の貿易黒字に支えられたスイスフランに対する安全資産需要が急激に強まった。スイスから米国へのこれまでの投資資金が一部本国に還流した可能性も高かったと見られる。相互関税の延期や、対中国での相互の関税引き下げの合意を受けて、こうした流れはいったん和らいだと思われるものの、トランプ政権の政策不確実性に対する懸念が根強いなかで、なおフラン買いが再開する観測は根強い。

こうした中、スイス国立銀行(SNB)のシュレーゲル総裁は、5月19日の講演で「マイナス金利を再導入する可能性は否定できない」と明言している。ただし、同時にマイナス金利は「望ましい政策ではない」とも述べた。

スイスは2014年から2022年までマイナス金利政策を実施していた。これはスイスフラン高の抑制および物価の安定がが主な目的だったが、金融仲介機能への悪影響も意識されていた。

現在のスイスのCPIは前年比+0.4%と低水準であり、SNBの目標レンジ(前年比0~2%)のレンジ下限にある。4月に進んだフラン高を考慮すれば、インフレ率の伸びがマイナスに陥る蓋然性は高い。トランプ政権との関税交渉に影響を及ぼす懸念からフラン売り介入という選択肢も取りづらい中で、SNBにとってフラン高抑制は一段と困難な課題になりつつあるように見られる。

ノルウェークローネ

ノルウェー中央銀行は引き締め的な金融政策を維持する方針を示す

5月のノルウェークローネは4月中旬以降の対ドル、対ユーロでの持ち直しの動きが継続している。クローネの持ち直しを受けてもなお、ノルウェー中央銀行の利下げ期待が持ち直す兆しは見えない。5月8日に同中銀は政策金利を4.5%に据え置いたうえで、声明文において「インフレ率はピーク時から大きく低下したものの、依然として目標の2%を上回っているため、インフレを適切な期間内に目標水準まで引き下げるには、引き締め的な金融政策を維持する必要がある」と説明していた。

経済指標も景気の堅調な推移を示している。5月15日に発表されたノルウェーの実質GDPは2025年1-3月期に前期比+1.0%と回復し、2022年4-6月期以来の大幅な伸びとなった。ノルウェー中央銀行は水力発電量の増加と、漁獲量の増加が背景にあると説明している。

原油価格の軟調さはクローネの上値を抑える要因となろうが、堅調な経済とノルウェーの金利の高止まり観測が、クローネを支える要因になると見られる。

スウェーデンクローナ

1-3月期の実質GDPの落ち込みもあり、リクスバンクの6月会合での利下げ期待が高まる

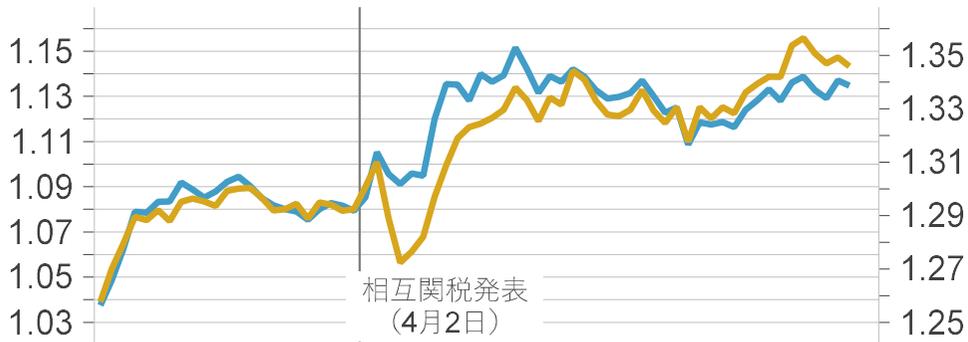
5月のスウェーデンクローナは対ドル、対ユーロで底堅い推移が続いている。クローナは5月末時点でG10通貨の中で最も堅調なパフォーマンスを示している。要因として意識されているのが、欧州各国の防衛力強化の動きである。スウェーデンは高い武器製造能力を持ち、防衛関連輸出がGDP比で主要国の中でも最大級となっている。一方、クローナのこれまでの堅調な推移や、1-3月期の実質GDPの落ち込みもあり、リクスバンクの6月会合での利下げ期待が高まっていることは、クローナの上値を抑える要因となろう。5月30日に発表されたスウェーデンの1-3月期実質GDP成長率は前期比▲0.2%の落ち込みとなった。市場予想(0.1%増)やリクスバンクが3月に発表した見通し(0.5%増)を下回った。家計支出や投資といった内需が落ち込み、辛うじて輸出の堅調さに支えられた格好となっている。

マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

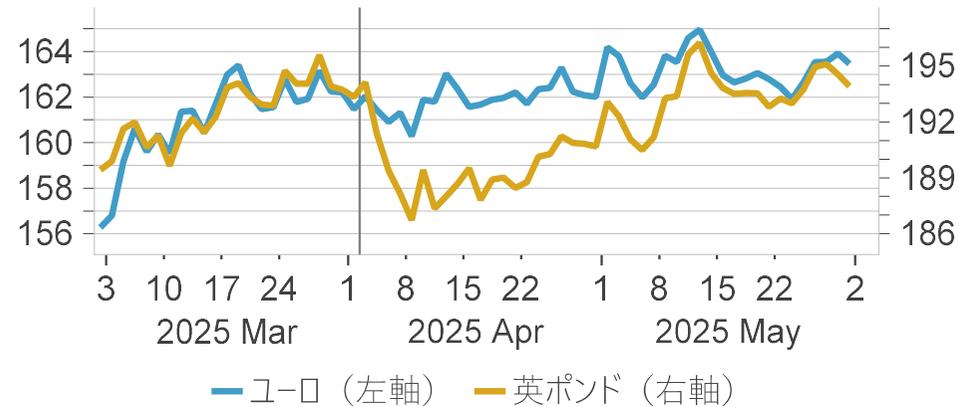
マーケットデータ① 為替市場

ユーロ、ポンドの対ドル、対円レート

【対ドルレート】

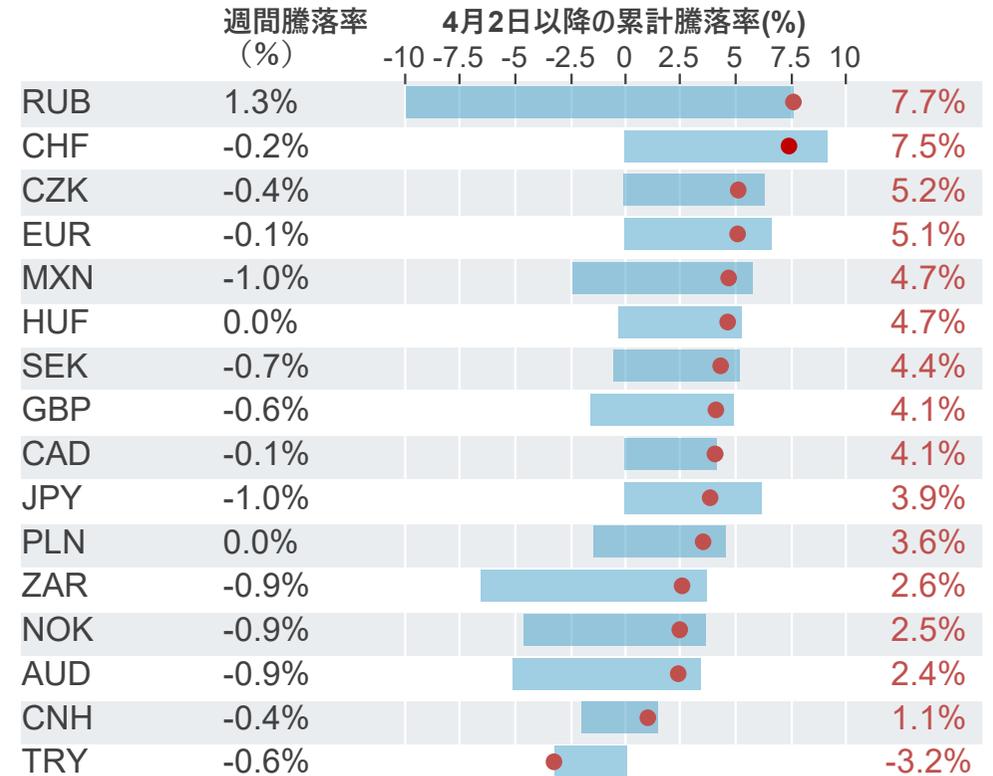


【対円レート】



Data as of 30 May 2025
 (出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

4月2日の相互関税発表後の各通貨の対ドルパフォーマンス



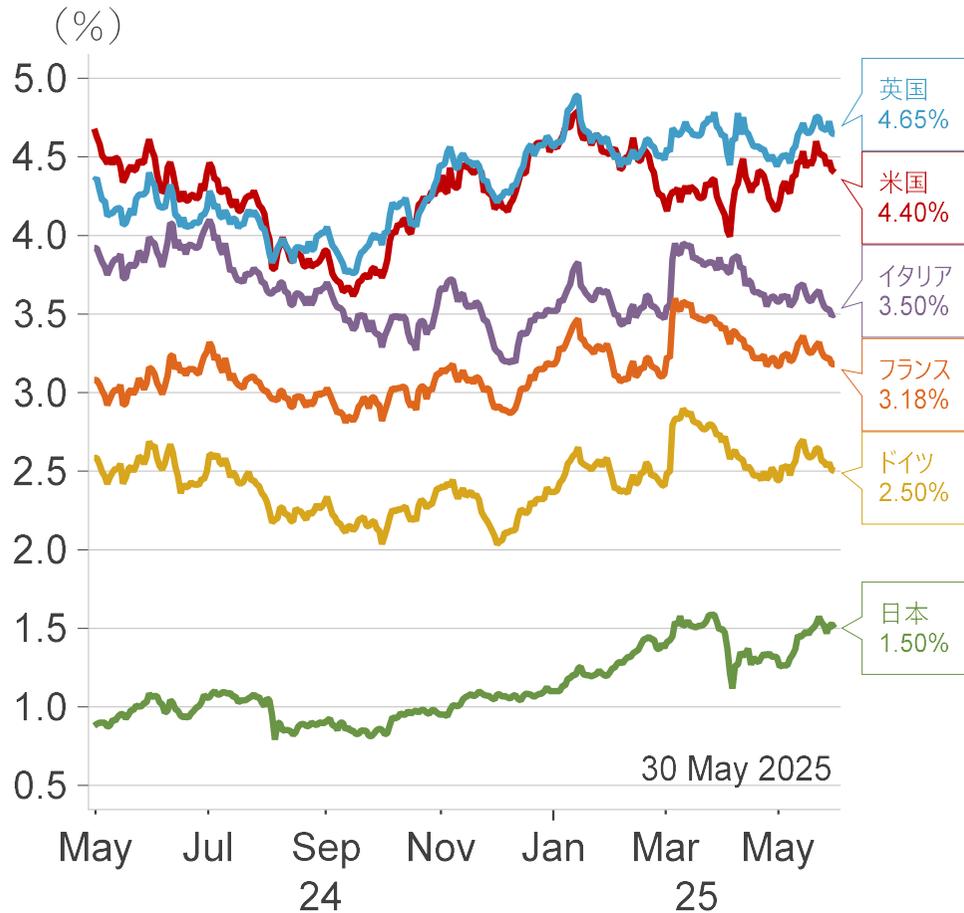
■ 4月2日以降の騰落率のレンジ ● 30 May 2025

(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

ユーロ、英ポンドともに対ドルでほぼ横ばいの展開。先々週末の5月23日にトランプ米大統領は、EUとの貿易交渉が停滞していることを理由に、EUからの全輸入品に対して50%の関税を課すと発表した。先週末に行われたフォンデアライエー欧州委員会委員長との電話会談の後、EUに対する関税の発動を7月9日まで延期すると発表している。

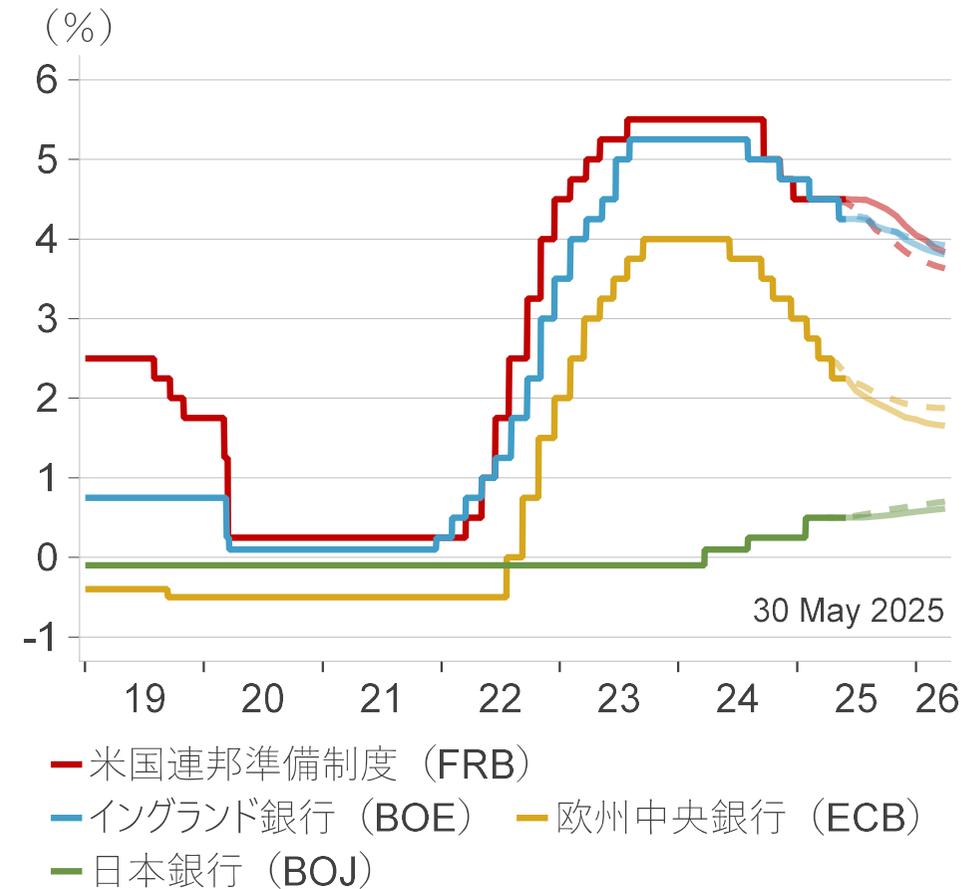
マーケットデータ② 10年国債利回り、各国政策金利

10年国債利回り



(出所：マクロボンド、みずほ)

主要中央銀行 政策金利

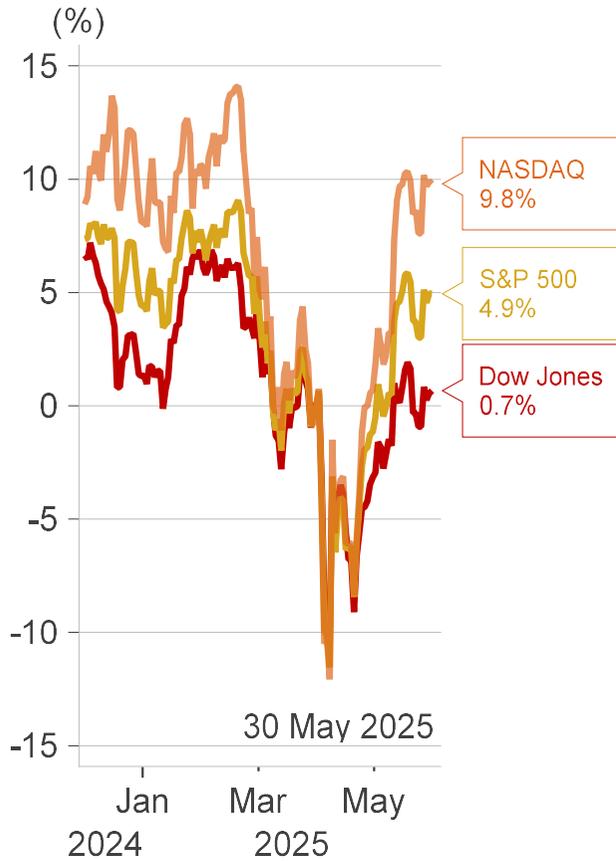


注：点線は2025年4月1日時点の市場の織り込み。
(出所：フルームバーグ、マクロボンド、みずほ)

米国債を中心に、グローバルに長期金利が低下。ベッセント米財務長官は5月23日、金融機関の米国債取引に制約を与えてきたSLR（補完的レバレッジ比率）規制について、「見直しに非常に近づいている」と発言している。

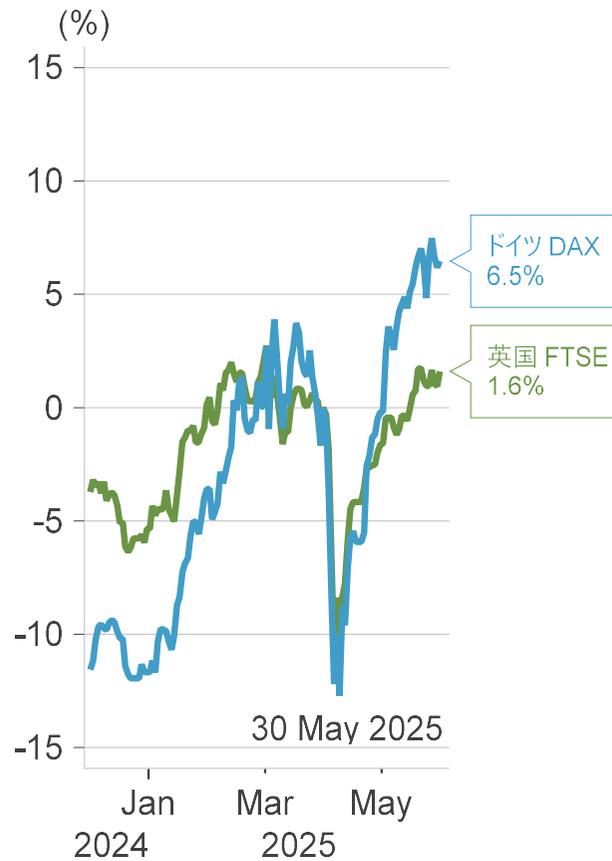
マーケットデータ③ 株式市場

米国



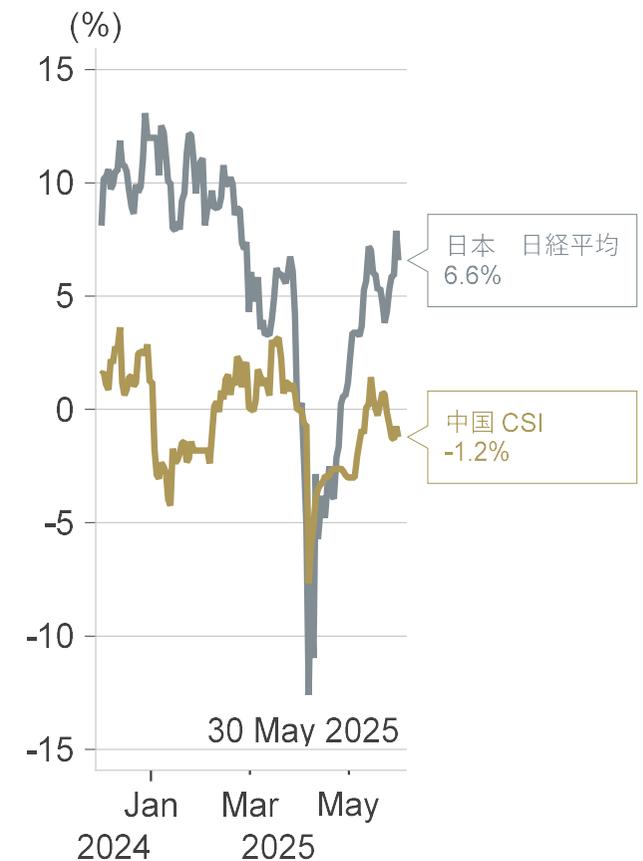
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

欧州



注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

日本、中国



注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

5月28日に米国の国際貿易裁判所は、トランプ大統領が発動した一連の関税措置について「違法」との判断を下したことを受けリスクオンに。トランプ政権はこの判決に強く反発し、連邦最高裁への上訴を準備している。

マーケットデータ④ クレジット市場

欧州 クレジットスプレッド



(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

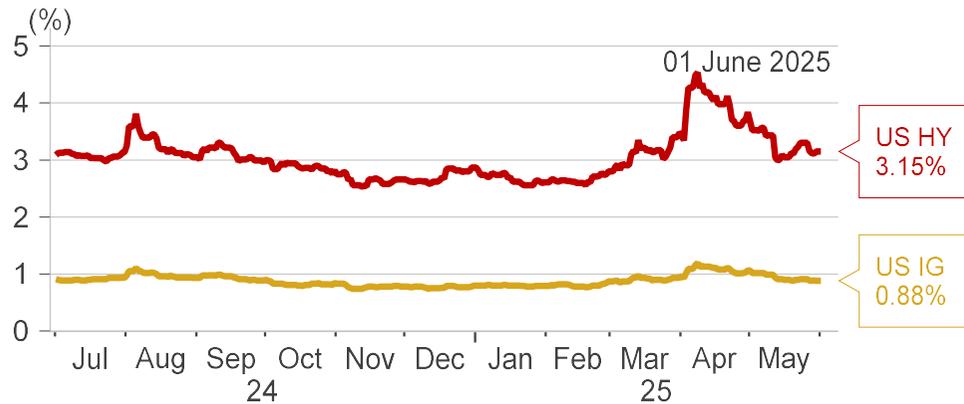
欧州 レバレッジドローン



Note: Morningstar European Leveraged Loan Index

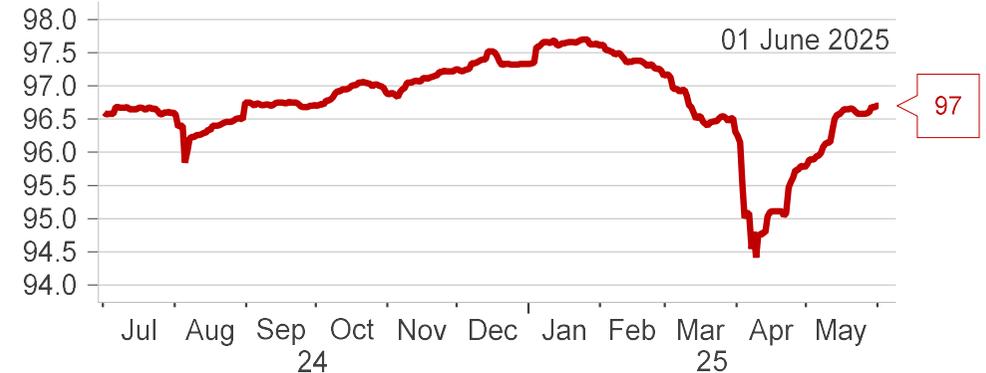
(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

米国 クレジットスプレッド



(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

米国 レバレッジドローン



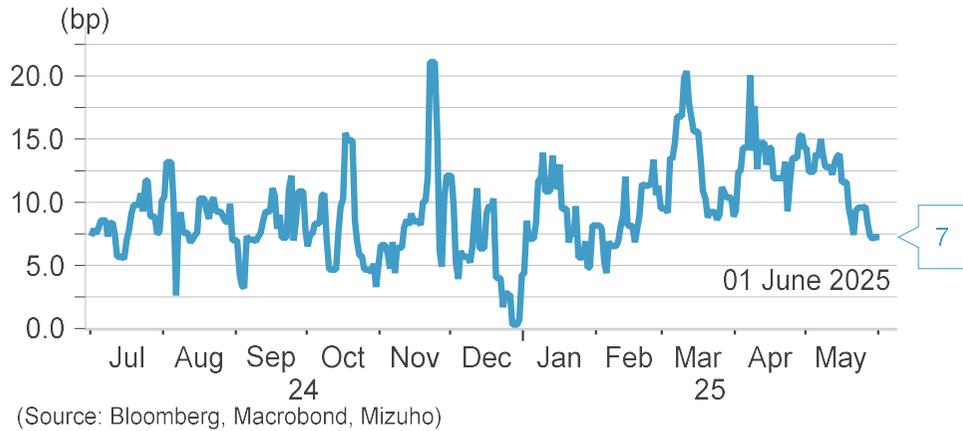
Note: Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index

(Source: Bloomberg, Macrobond, Mizuho)

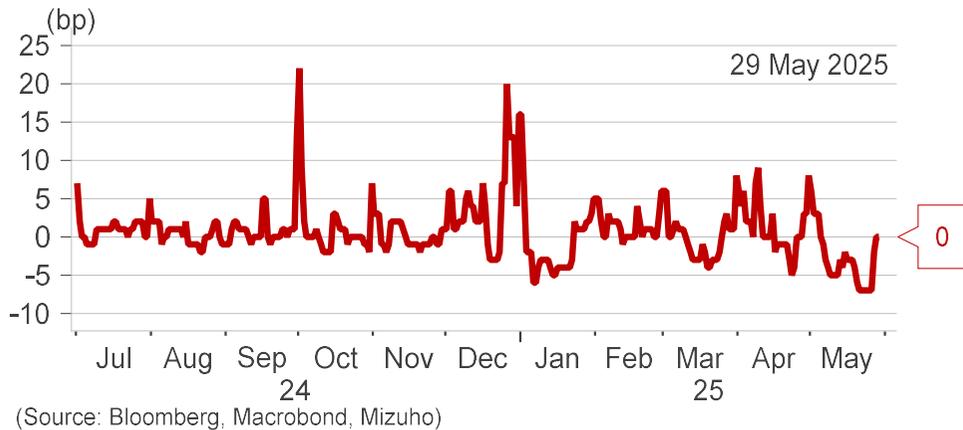
米長期金利の低下や、5月28日に米国の国際貿易裁判所が、トランプ大統領が発動した一連の関税措置について「違法」との判断を下したことなどを受け、先々週に見られたハイイールド債のスプレッド拡大を巻き戻す動きに。

マーケットデータ⑤ 流動性、ドル調達環境

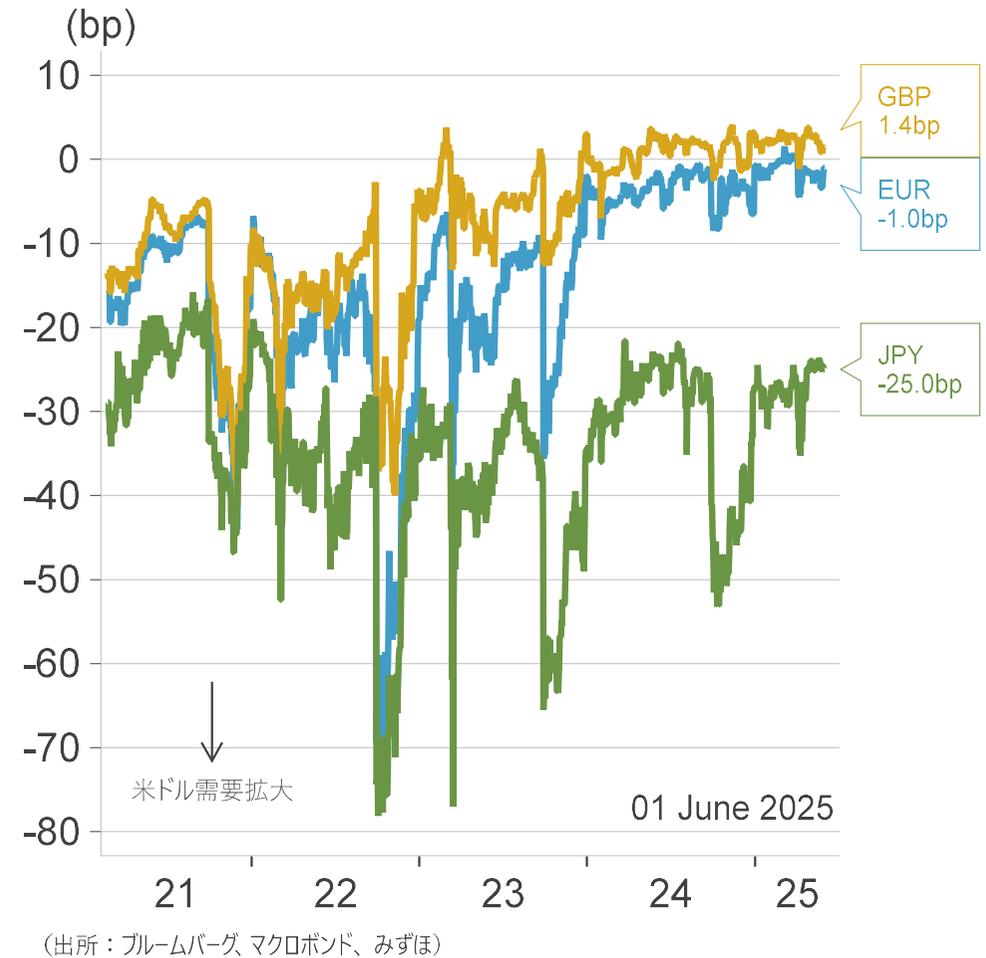
欧州 Euribor-OIS



米国 SOFR-OIS

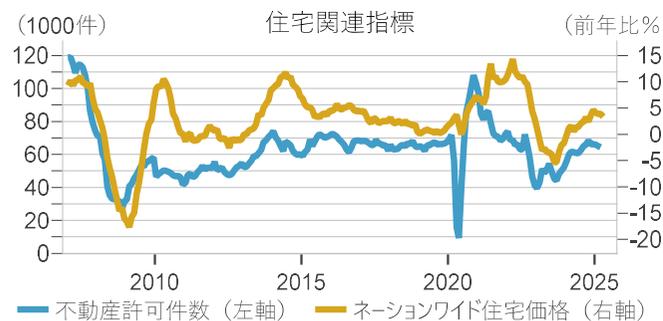
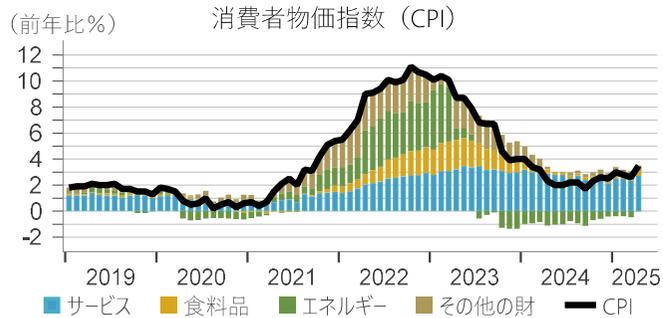
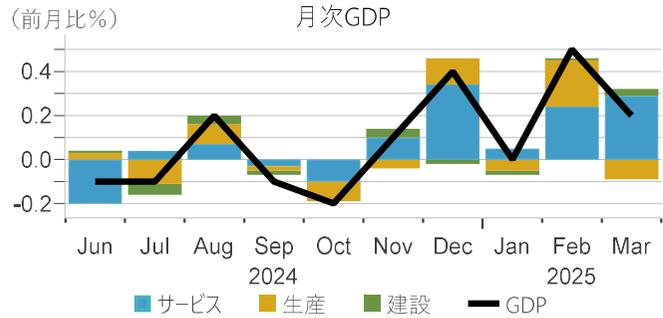


ユーロ、英ポンド、日本円 対ドル3か月ベース



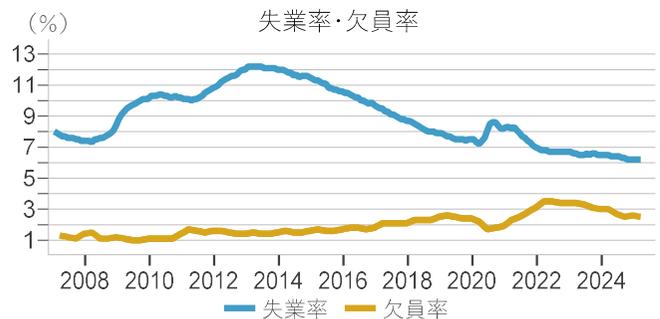
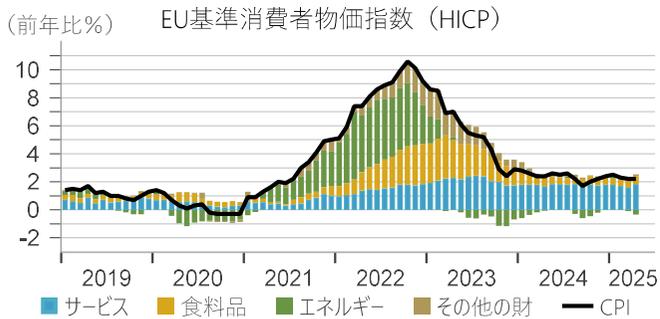
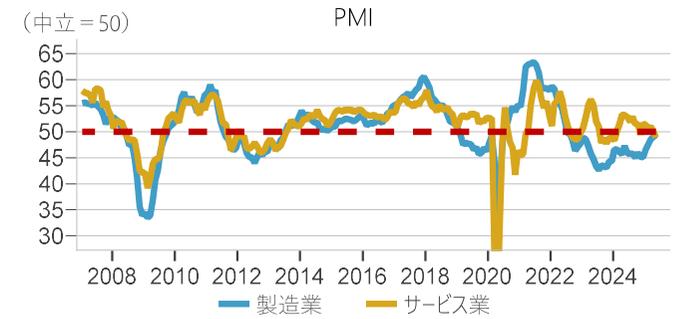
これまでのところ、流動性やドル調達環境には目立った異常が見られない。

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 主要経済指標



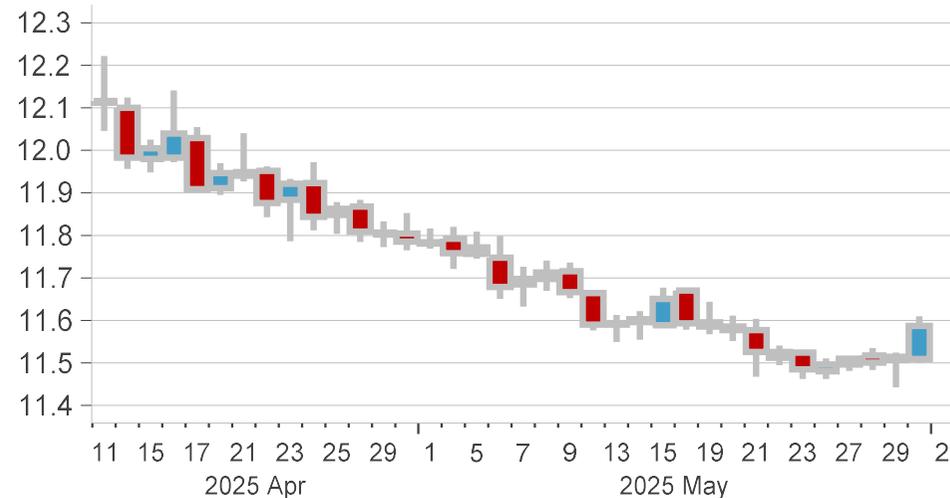
※1 それぞれ、5年先スタート5年間のインフレスワップ、ECB消費者期待調査、ECB専門家調査を使用している。
 ※2 求人広告賃金は、Indeed社が公表しているデータ。3か月平均をとったうえで、グラフでは6か月先行させている。
 ※3 クレジットインパルスは与信額の前年同月比の伸び率が、前年同月と比較してどれだけ増減しているかを示す。値が高いほど、民間への資金供給が増えていることを示す。
 シャドーレートは、企業や家計への新規融資に適用される貸出金利を加重平均したものの。
 (出所：ユーロスタット、欧州中央銀行 (ECB)、Indeed、マクロボンド、みずほ)

スイスフラン、北欧通貨 マーケット指標

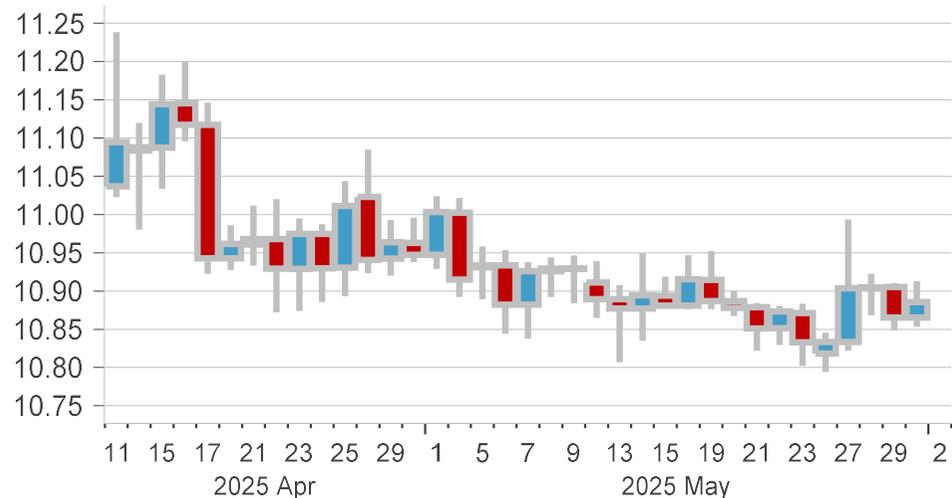
スイスフラン対ユーロ相場 (EURCHF)



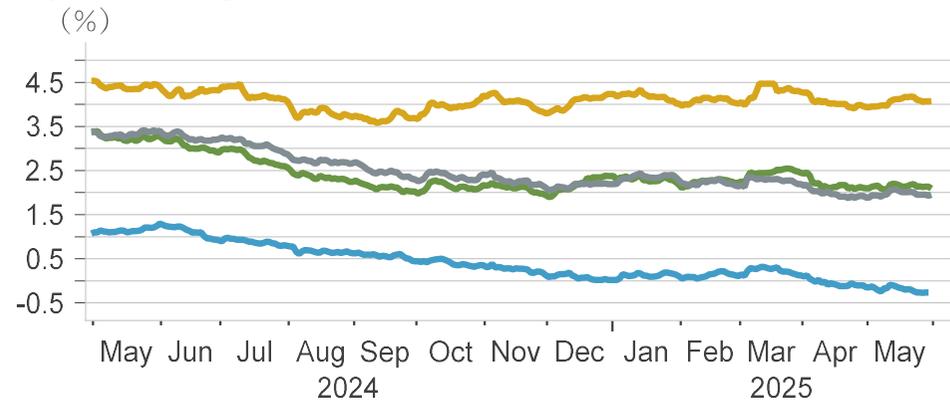
ルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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



— CHF — NOK — SEK — EUR

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.