

欧州G10通貨週報

2025年6月9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	英国政府が新たな防衛計画 を発表。核弾頭プログラムに150億ポンド(約2兆9000億円)を投じ、戦術核兵器の運用能力を高めるため、F-35Aステルス戦闘機の導入を検討する。また、米英豪の安全保障枠組み「AUKUS」の一環として、最大12隻の原子力潜水艦を建造も発表された。(6月2日)	英国政府は防衛費を現在の対GDP比2.3%から、2027年までには2.5%へ引き上げる方針を示した。さらに、スターマー首相は、財源の確保は課題としながらも、今会期中に対GDP比3.0%を目指す意向も示しており、2025年秋頃までに法案提出や予算措置が図られる可能性に含みを持たせている。
ユーロ圏 経済	ユーロ圏5月CPI速報値 は前年同月比+1.9%上昇、ECBのターゲットの前年比+2%を下回る。(6月3日)	ECBが懸念を示してきたサービス価格の伸びが4月の前年比+4.0%から5月には同+3.2%と大きく鈍化した。ECBの利下げ継続をサポートする要因に。
ユーロ圏 政治	オランダ連立政権崩壊、移民政策巡り極右政党が離脱(6月3日)	連立与党で最大勢力の極右・自由党を率いるヘルト・ウィルダース党首は連立を組む他の3党の移民抑制策が不十分だと非難し、離脱に踏み切った。これに伴い、スホーフ首相も辞任を発表。今回の連立政権崩壊に伴い、28年予定の総選挙が25年10月に前倒しとの観測も高まっている。
ユーロ圏 経済	欧州委員会と、欧州中央銀行(ECB)がそれぞれ報告書を発表し、インフレや公的債務を含むユーロの全ての導入要件をブルガリアが満たしているとの見解を示す。(6月4日)	2025年7月のEU財務省会合で、ブルガリアレフとユーロの最終交換レートが決定される予定。2026年1月1日にユーロが導入される見込みであり、ブルガリアはユーロ圏21番目の加盟国となる見込み。

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 金融政策	欧州中央銀行(ECB) は政策金利を25bp引き下げ2.00%に。(6月5日)	市場予想通りの結果だったが、ラガルド総裁が記者会見で、今の金融緩和サイクルの「終了が近づいている」との認識を示したことがタカ派的と受け止められ、ユーロ買い・ドル売りが膨らむ。もっとも、ECBスタッフ見通しは、米トランプ政権による関税の前提ごとに上下双方向のリスクシナリオが示されており、さらなる利下げの可能性が排除されたわけではないだろう。
スイス 経済	スイスの5月CPIは前年比▲0.1%と4年ぶりのマイナスに。(6月3日)	スイスフラン高による輸入インフレの低下が要因となっている。6月19日の会合でスイス国立銀行(SNB)が現在0.25%の政策金利をゼロに引き下げる公算が強まる。今後の焦点は、マイナス金利の再導入の是非となる。SNBのシュレーゲル総裁は2025年5月にマイナス金利導入の「可能性を排除しない」と明言している。ただし、過去にマイナス金利が適用されていた時期には、金融機関の経営への悪影響も意識されていたことから、実際の再導入にはSNBは慎重だと見られる。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「英国の装甲国家への移行」

英国政府は6月2日、新たな防衛計画を発表しました。主な施策を挙げると、核弾頭プログラムに150億ポンド（約2兆9000億円）を投じ、戦術核兵器の運用能力を高めるため、F-35Aステルス戦闘機の導入検討を表明しました。また、米英豪の安全保障枠組み「AUKUS」の一環として、最大12隻の原子力潜水艦の建造も発表されています。さらには、6か所の軍需工場を新設し、AI・ドローン・自律技術を戦車・砲兵に統合するなど軍需産業の強化も発表されました。

この防衛計画は、英国の安全保障政策における大きな転換点とされています。スターマー首相は、英国を「戦闘準備が整った、装甲を装着した国家」に変革すると表明し、ロシアの脅威や米国の対欧州関与の不確実性を背景に、「戦争に備えることが平和を守る最善の方法」と説明しています。

英国政府はこの計画の中で、防衛費を現在の対GDP比2.3%から、2027年までには2.5%へ引き上げる方針を示しました。さらに、スターマー首相は、財源の確保は課題としながらも、今会期中に対GDP比3.0%を目指す意向も示しており、2025年秋頃までに法案提出や予算措置が図られる可能性にも含みを持たせています。

マーケットでも、上述の原子力潜水艦の建造を受注すると見られる英国のBAEシステムズのほか、バブコック・インターナショナル・グループやロールスロイスなど英国の主要な防衛関連企業の株価が押し上げられています。

このように市場でも注目が集まる英国の再軍備化計画ですが、防衛計画策定のもとになった「戦略的防衛見直し（Strategic Defence Review, SDR）」を読むと、課題も浮き彫りとなっています。

とりわけ、英国の正規軍の兵員不足は深刻な問題となっており、特に陸軍は2025年4月時点で74,400人と、2022年の80,730人から減少しています。英国が脅威に対抗しようとしているロシア軍が推定で150万人（陸軍だけでも55万人）もの現役兵力を擁していることと比較すると、かなり見劣りがすると言わざるを得ない状況です。民間との待遇格差や、生活環境の厳しさを背景に若年層の軍離れが進行し、毎年、採用目標を下回る状況となっています。さらには、長年の予算削減、装備の老朽化、任務の過重化から「記録的な士気の低さ」（国防相）にも陥っており、離職者の増加にも歯止めがかかっていない状況です。

こうした状況に対処するためには、軍の給与の引き上げ、軍の近代化（AI・ドローン導入による少数精鋭化）が求められます。ただし、SDRでも軍におけるデジタル導入の必要性が説かれていますが、AIやデータサイエンスに明るい人材であれば、民間企業でも引く手あまたと見られ、そうした技術者に対するしかるべき待遇はやはり必要になってくるのではないかと思います。これらの点を考慮すれば、防衛費増額のかなりの部分は、人件費の増加の形で支出されるのではないかと考えられます。

とはいえ、民間部門での需要拡大、日本企業のビジネス拡大につながる面もありそうです。SDRではデジタル分野でのイノベーションが主に民間企業で起こっていることを考慮し、民間との協働も拡大していく方針が示されています。また、多国との連携についても触れられています。フランス、ポーランド、トルコといった国々に加え、日本についても次世代戦闘機の共同開発計画「Global Combat Air Programme, GCAP」の文脈で触れられています。財政や人的リソースに制約がかかるからこそ、他国との連携に前向きとなる面もあるのではないかと思います。

英国政府が新たな防衛計画を発表。(6月2日)

防衛計画の主な施策

1.核抑止力の強化

1. 核弾頭プログラムに150億ポンド（約2.9兆円）を投資。
2. 戦術核兵器の運用能力を高めるため、**F-35Aステルス戦闘機**の導入を検討。これらは米国のB61-12低出力核爆弾を搭載可能。

2.原子力潜水艦の増強

1. 米英豪の安全保障枠組み「**AUKUS**」の一環として、**最大12隻の原子力潜水艦**を建造予定。
2. 潜水艦は英国のBAEシステムズの施設で建造される。

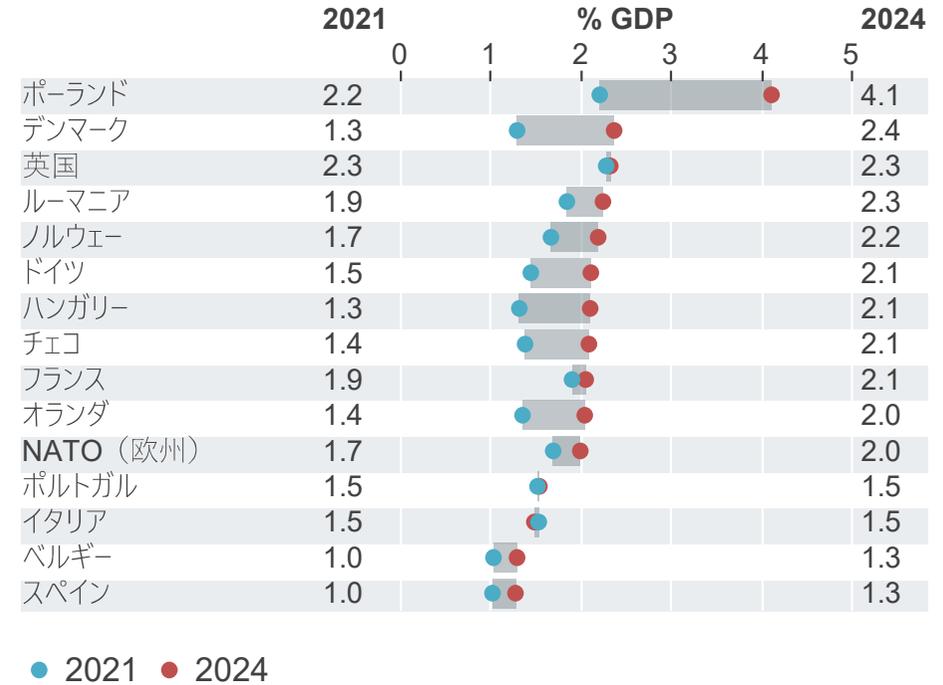
3.軍需産業の強化

1. **6カ所の軍需工場**を新設。
2. 陸軍の戦力を「**10倍に引き上げる**」ことを目標に、**AI・ドローン・自律技術**を戦車・砲兵に統合。

4.人員と士気の立て直し

1. 兵士の待遇改善、訓練体制の強化、予備役の活用などを通じて、**人材確保と士気向上**を図る。
2. 特に若年層の軍志願者減少に対応するため、**教育機関との連携**も検討。

NATO加盟国 防衛費

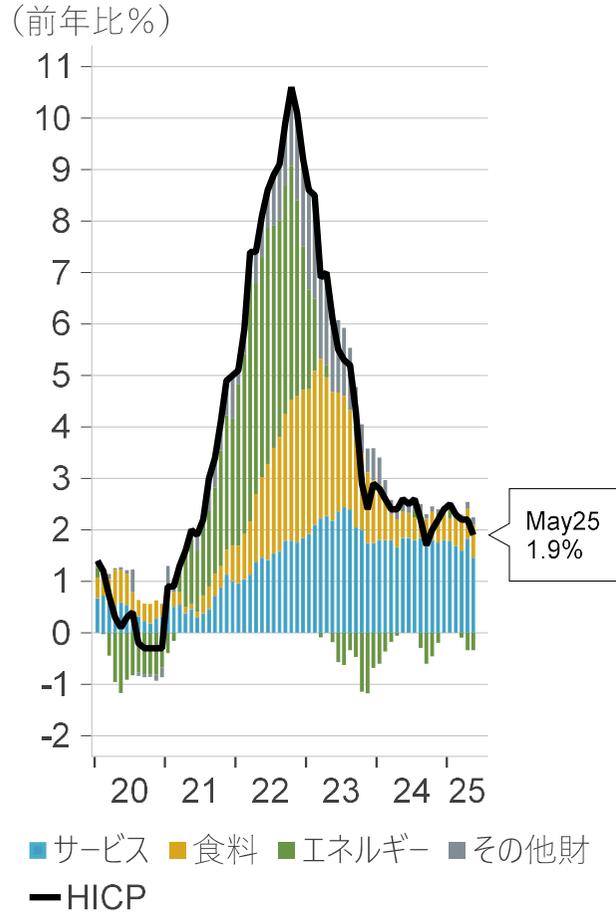


(出所：NATO、マクロポンド、みずほ)

防衛費を現在の対GDP比2.3%から、2027年までには2.5%へ引き上げる方針を示した。さらに、スターマー首相は、財源の確保は課題としながらも、今会期中に対GDP比3.0%を目指す意向も示しており、2025年秋頃までに法案提出や予算措置が図られる可能性に含みを持たせている。

ユーロ圏 5月CPI速報値は前年同月比+1.9%上昇、ECBのターゲットの前年比+2%を下回る。 (6月3日)

ユーロ圏 EU基準消費者物価指数 (HICP)



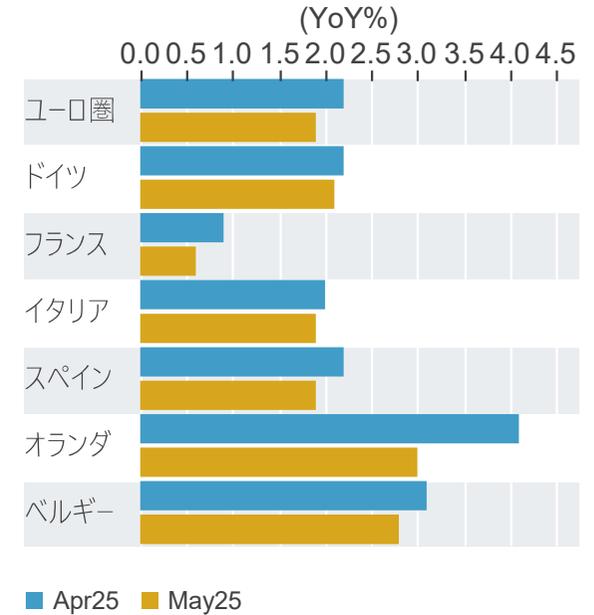
(出所：ユーロスタット、マクロボンド、みずほ)

ユーロ圏HICP内訳

	ウェイト 2025	Apr25 (YoY%)	May25 (YoY%)
ユーロ圏HICP	100.0	2.2	1.9
コアシリーズ			
エネルギーを除く	90.6	2.8	2.5
エネルギー、未加工食品を除く	86.3	2.7	2.4
エネルギー、食料品、アルコールとタバコを除く	71.3	2.7	2.3
食料品、アルコール&タバコ	19.3	3.0	3.3
エネルギー	9.4	-3.6	-3.6
非エネルギー生産財	25.6	0.6	0.6
サービス	45.6	4.0	3.2

(出所：ユーロスタット、マクロボンド、みずほ)

ユーロ圏主要国 HICP (前年比)



(出所：ユーロスタット、マクロボンド、みずほ)

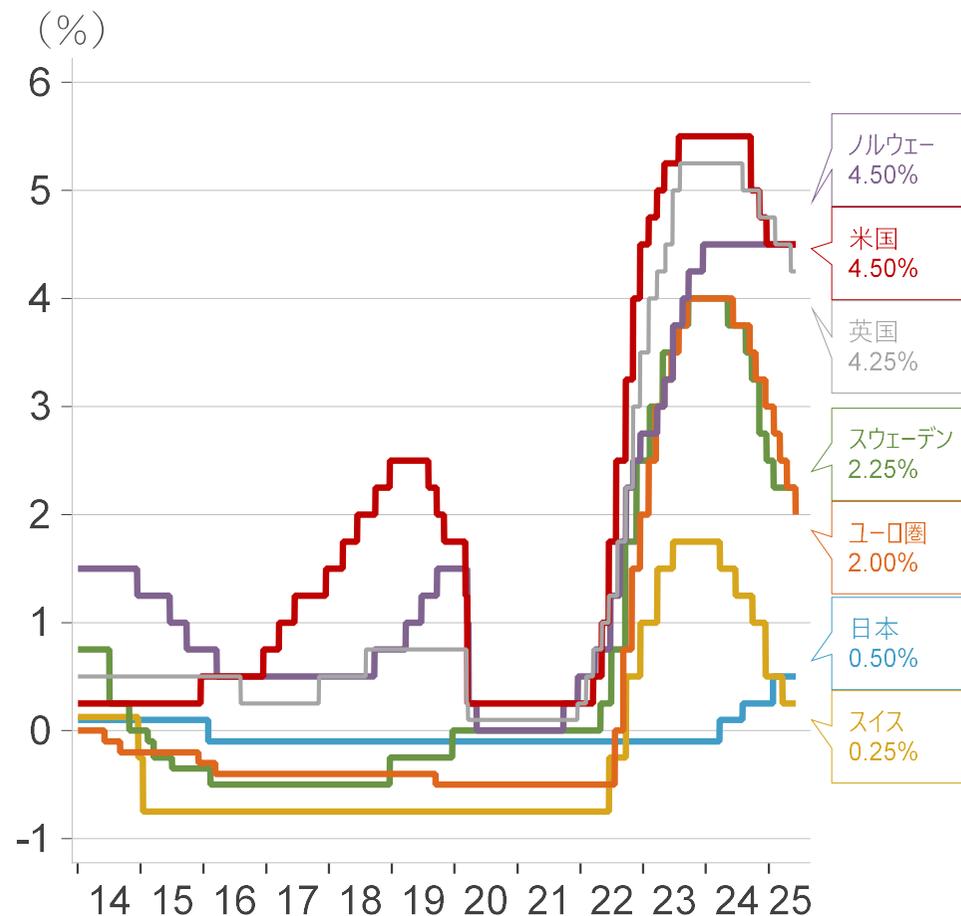
ECBが懸念を示してきたサービス価格の伸びにも鈍化の兆候が強まっている。ECBの利下げ継続をサポートする要因に。

欧州中央銀行（ECB）は政策金利を25bp引き下げ2.00%に。（6月5日）

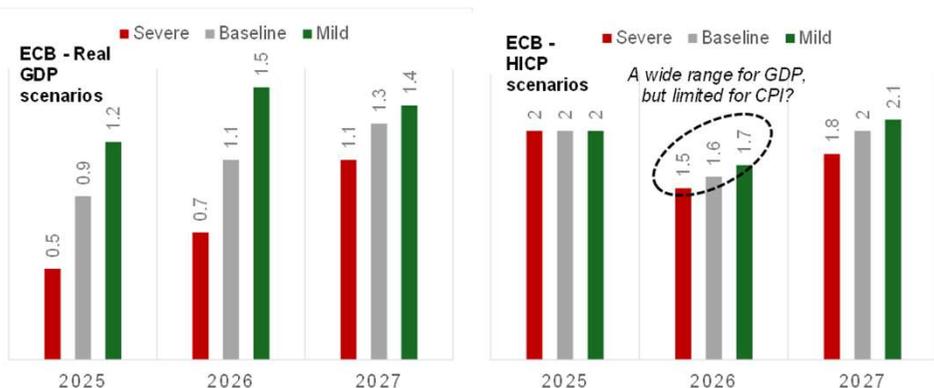
6月5日のECB理事会の決定・公表事項

- 欧州中央銀行（ECB）は6月5日の会合で政策金利を25bp引き下げ2.00%としました。
- ラガルド総裁は記者会見で、今の金融緩和サイクルの「終了が近づいている」との認識を示す。
- 四半期ごとのECBスタッフ見通しも更新され、ユーロ圏の実質成長率は25年が0.9%、26年が1.1%、27年が1.3%で推移する想定が置かれている。26年のみ従来3月時点の予測から0.1ポイント下方修正された。
- さらに、今回の見通しは米トランプ政権による関税の前提ごとに上下双方向のリスクシナリオが示されている。「4月2日に発表された高関税が適用され、EUも報復として米国製品への輸入関税を課す」悲観シナリオでは、26年の成長率がベースラインシナリオの1.1%から0.7%まで押し下げられる見通しに。

各国中央銀行の政策金利の推移



(出所：マクロポンド、みずほ)



市場予想通りの結果だったが、ラガルド総裁が記者会見で、今の金融緩和サイクルの「終了が近づいている」との認識を示したことがタカ派的と受け止められ、ユーロ買い・ドル売りが膨らむ。もっとも、ECBスタッフ見通しは、米トランプ政権による関税の前提ごとに上下双方向のリスクシナリオが示されており、さらなる利下げの可能性が排除されたわけではないだろう。

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主目的だったが、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

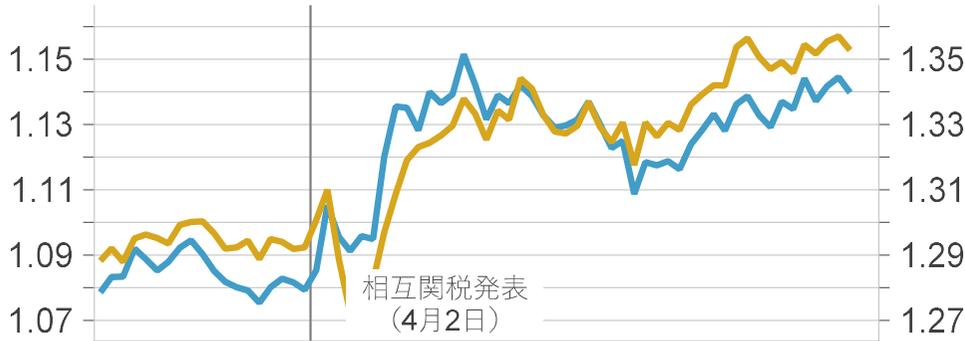
5月のスウェーデンクローナは対ドル、対ユーロで底堅い推移が続いている。クローナは5月末時点でG10通貨の中で最も堅調なパフォーマンスを示している。要因として意識されているのが、欧州各国の防衛力強化の動きである。スウェーデンは高い武器製造能力を持ち、防衛関連輸出がGDP比で主要国の中でも最大級となっている。一方、クローナのこれまでの堅調な推移や、1-3月期の実質GDPの落ち込みもあり、リクスバンクの6月会合での利下げ期待が高まっていることは、クローナの上値を抑える要因となろう。5月30日に発表されたスウェーデンの1-3月期実質GDP成長率は前期比▲0.2%の落ち込みとなった。市場予想(0.1%増)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

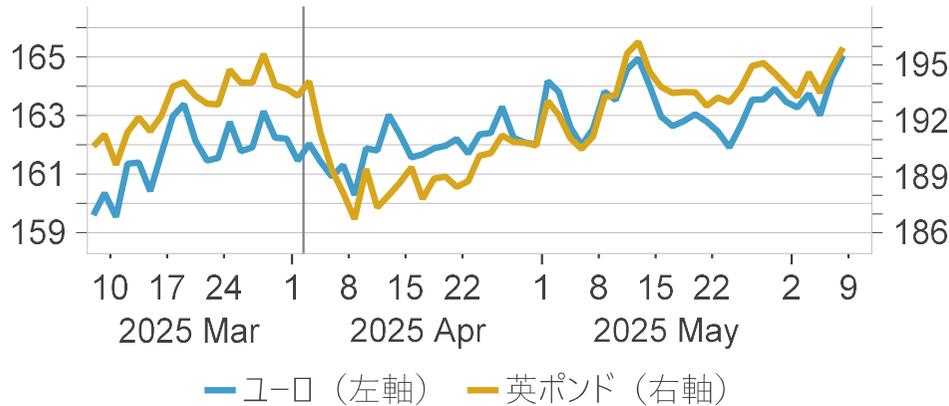
マーケットデータ① 為替市場

ユーロ、ポンドの対ドル、対円レート

【対ドルレート】

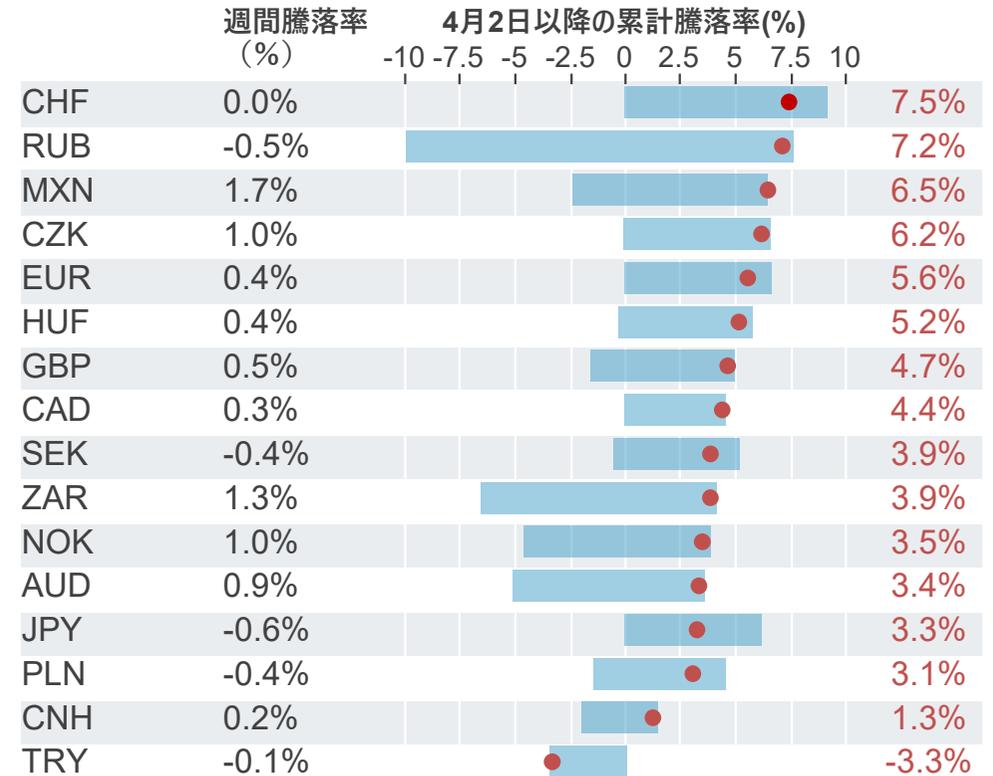


【対円レート】



Data as of 06 June 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



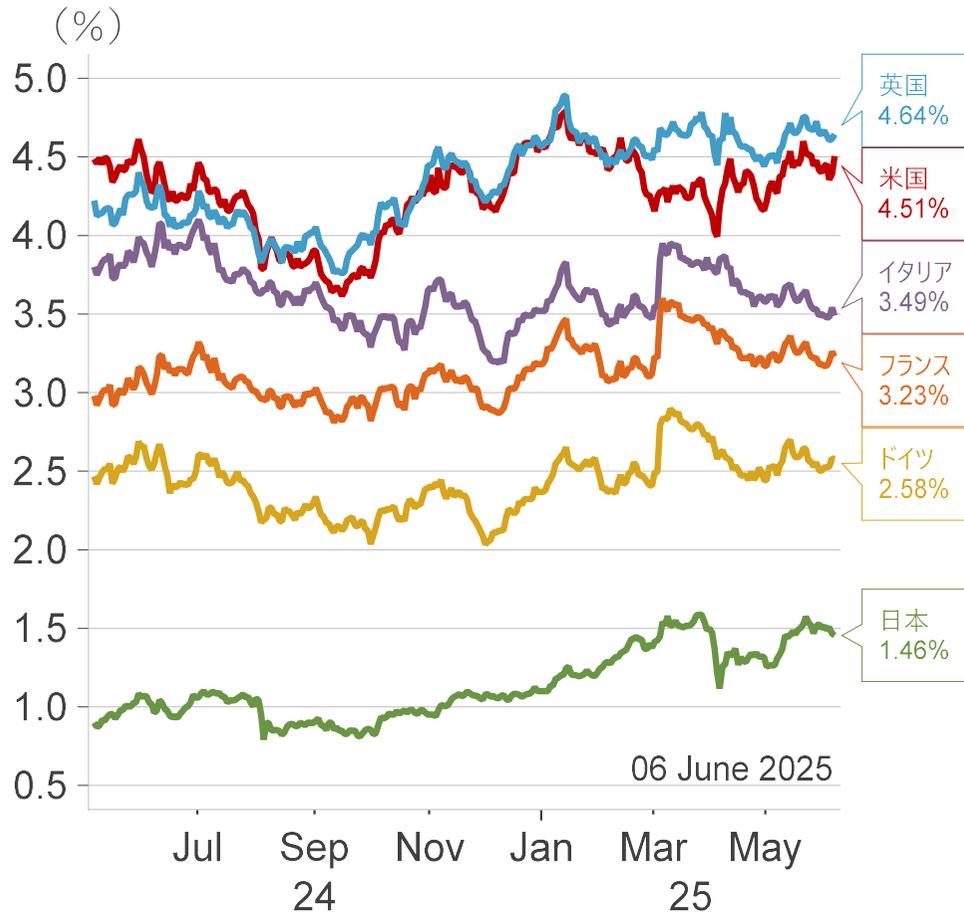
■ 4月2日以降の騰落率のレンジ ● 06 June 2025

(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

先週は週前半は、米トランプ政権が鉄鋼アルミ関税を25%から50%に引き上げたことや、米ADP雇用統計の悪い内容を受けて、ドル安が進行。その後、米中の貿易交渉進展への期待感や、5月米雇用統計が堅調だったことからドルは対円などで反発の一方、ユーロドルはECB理事会においてラガルド総裁が利下げサイクルは完了に近いとの認識を示したこともあり、底堅い展開が続いた。

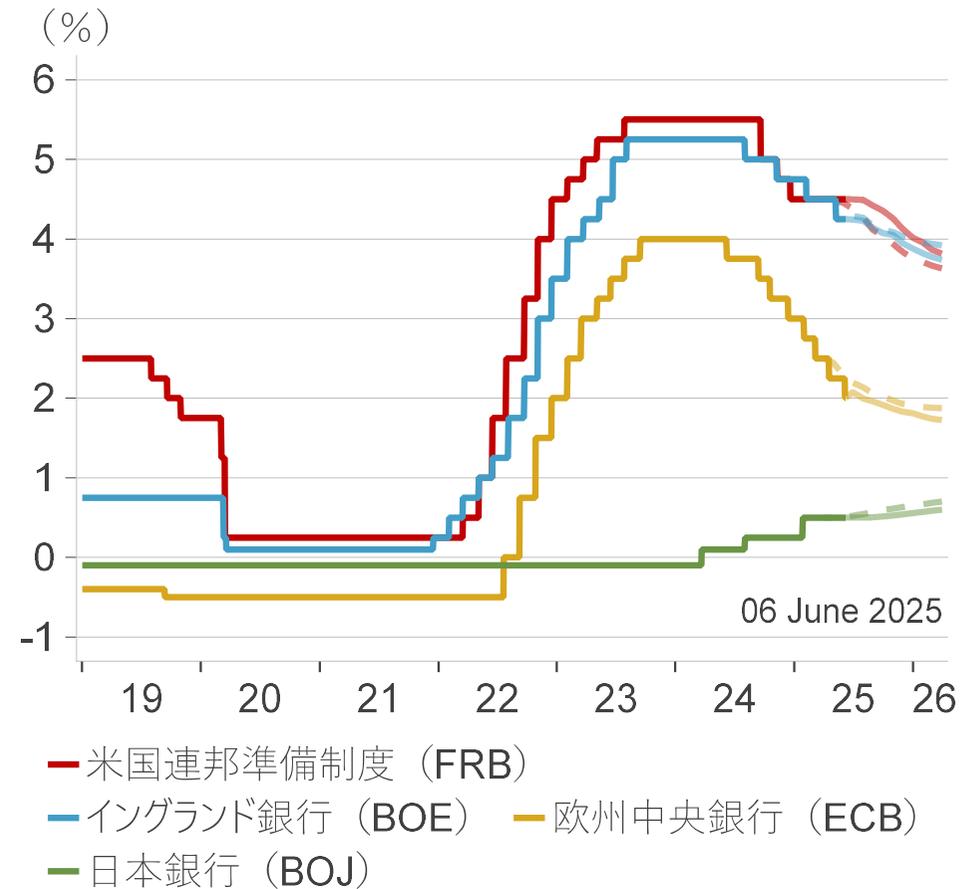
マーケットデータ② 10年国債利回り、各国政策金利

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

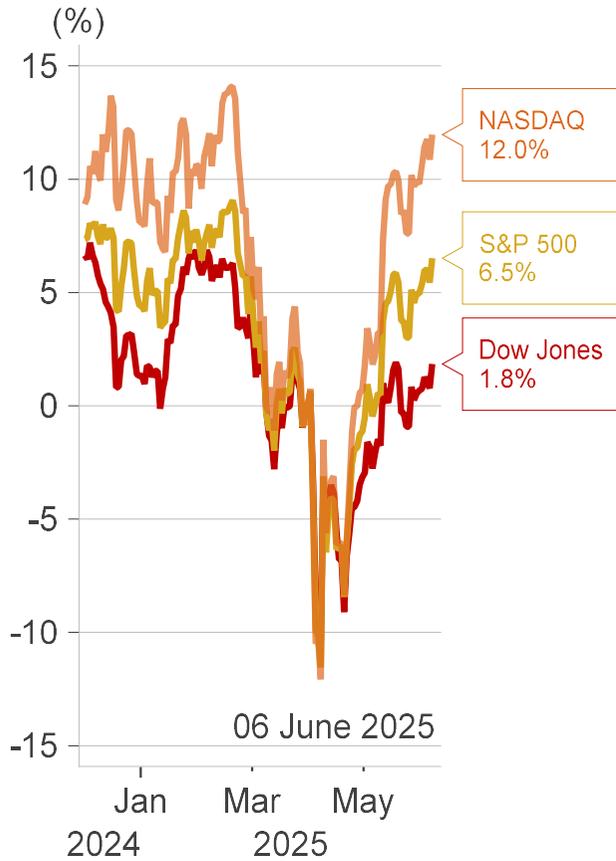


注：点線は2025年4月1日時点の市場の織り込み。
(出所：フルームバーグ、マクロボンド、みずほ)

米国債利回りは上昇。米中の貿易交渉進展への期待感や、5月米雇用統計が堅調だったことを受けリスクオンの市場心理が広がる。トランプ政権が推進する大型減税法案の議会審議が進行中であることも影響していると思われる。政権を離れた実業家のイーロン・マスク氏が同法案を激しく非難したことも注目を集めた。

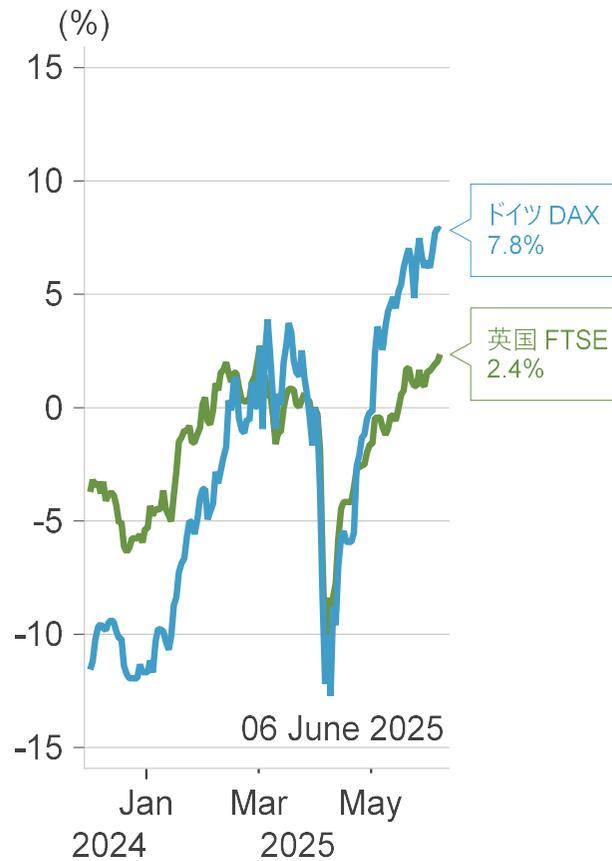
マーケットデータ③ 株式市場

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）

米中首脳が6月5日に電話会談を行ったと報じられ、貿易交渉進展への期待感から株高の動きが広がる。ドイツDAX指数は防衛費増額への期待もあり連日最高値を更新。

マーケットデータ④ クレジット市場

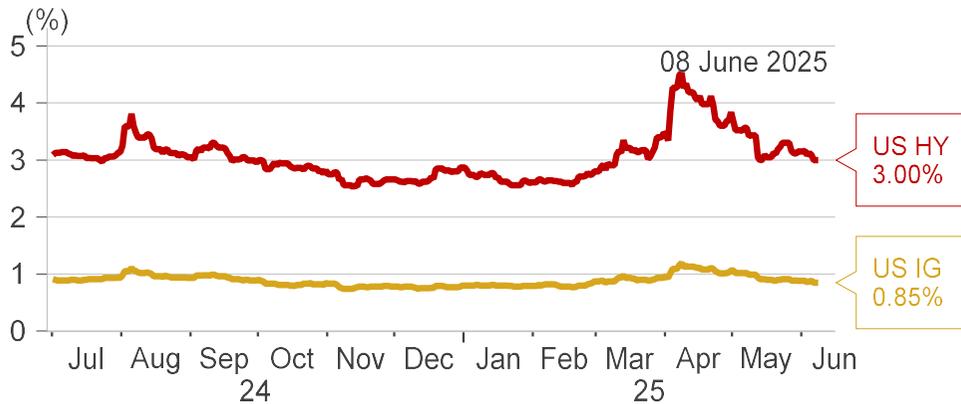
欧州 クレジットスプレッド



欧州 レバレッジドローン



米国 クレジットスプレッド



米国 レバレッジドローン



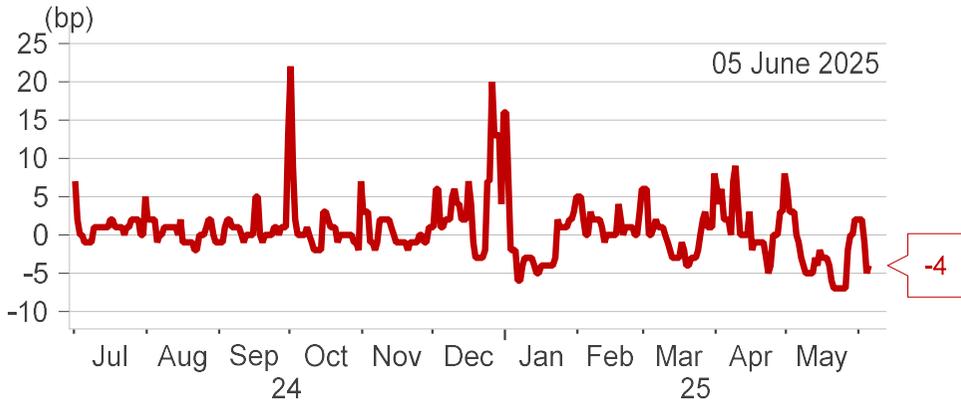
クレジット指標は引き続き改善傾向。米中の貿易交渉進展への期待感や、5月米雇用統計が堅調だったことを受けリスクオンの市場心理が広がる。

マーケットデータ⑤ 流動性、ドル調達環境

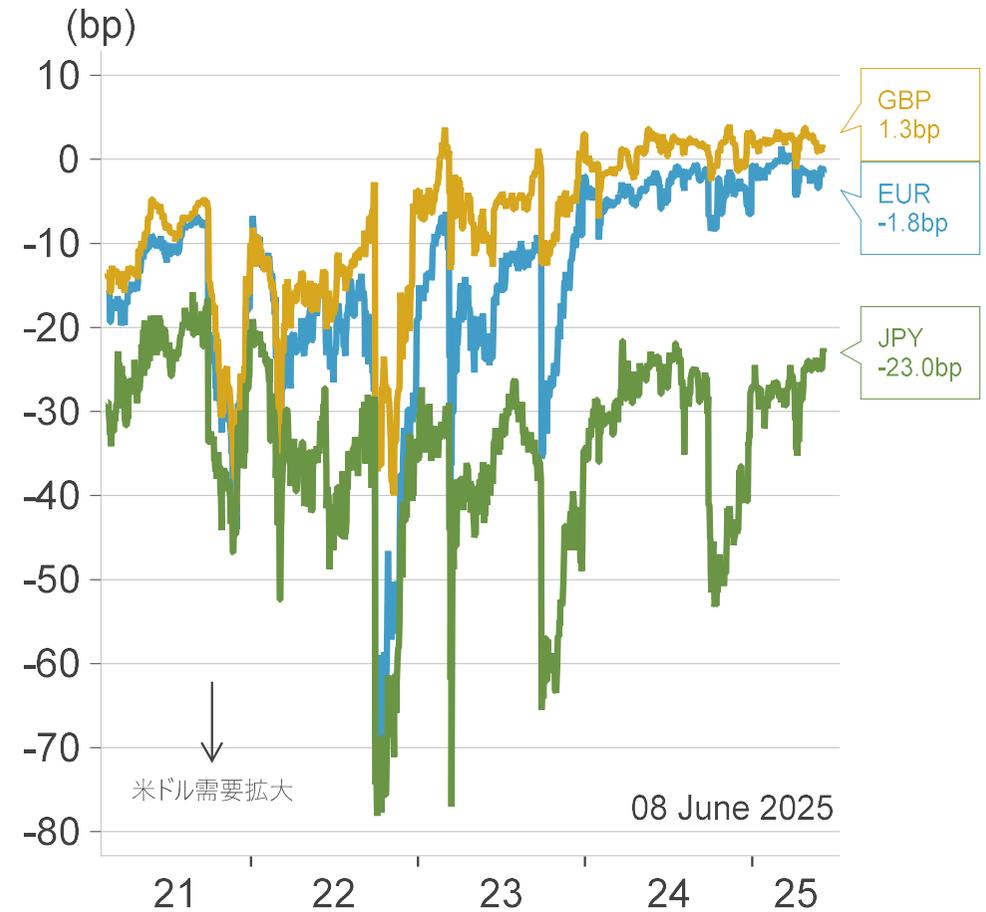
欧州 Euribor-OIS



米国 SOFR-OIS

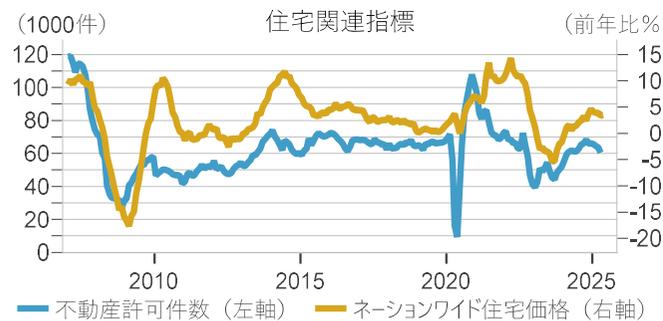
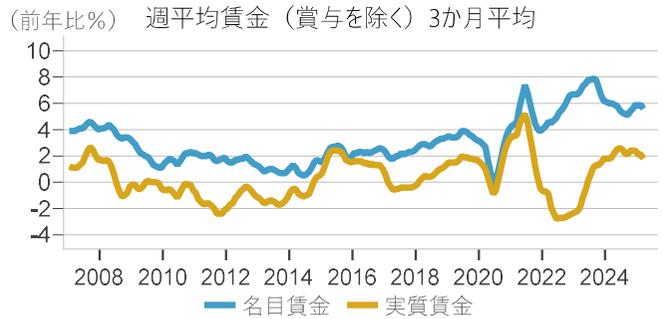
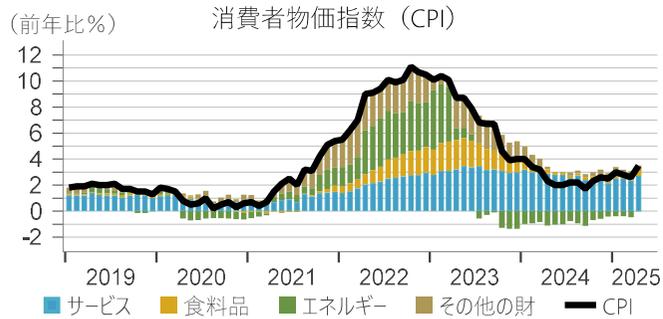
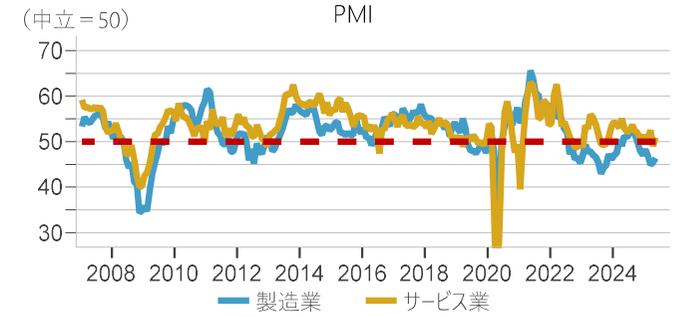
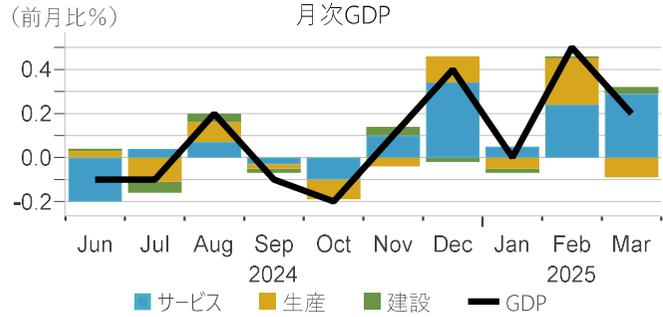


ユーロ、英ポンド、日本円 対ドル3か月ベース



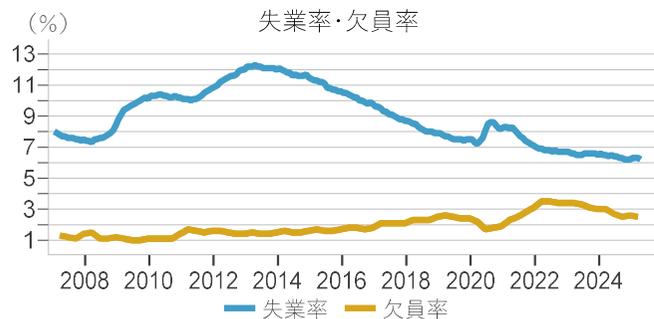
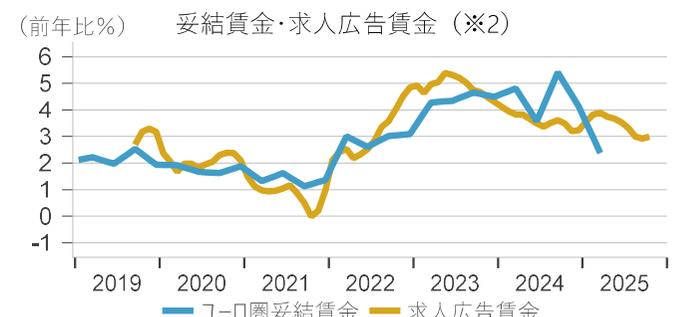
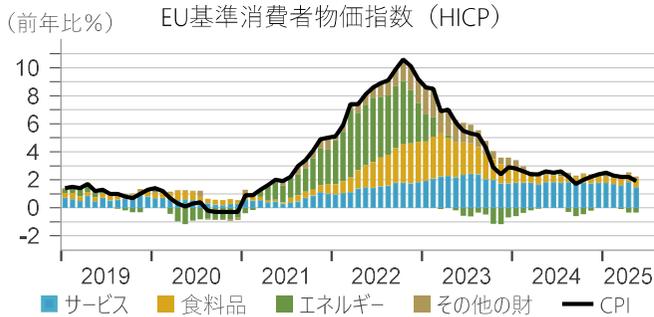
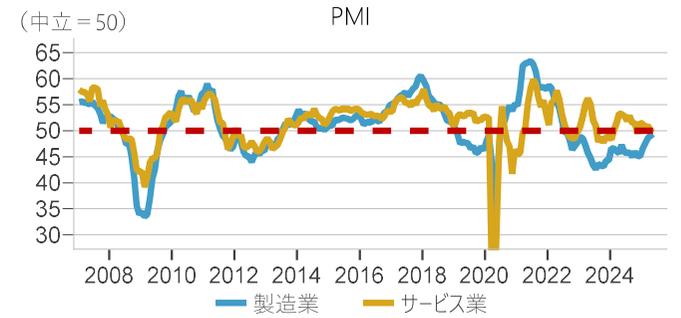
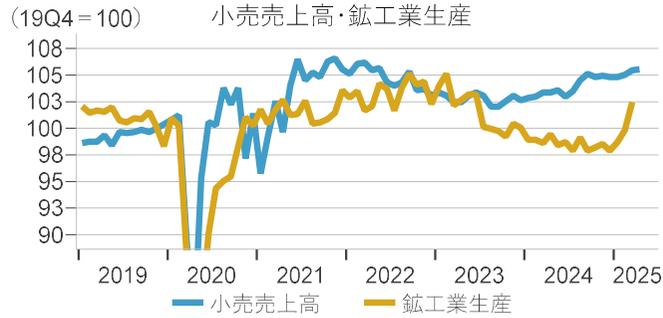
これまでのところ、流動性やドル調達環境には目立った異常が見られない。

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

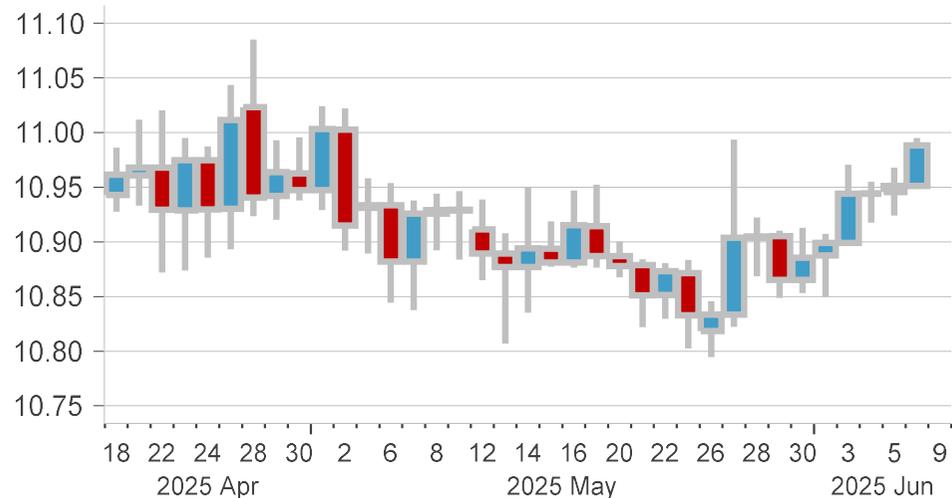
スイスフラン対ユーロ相場 (EURCHF)



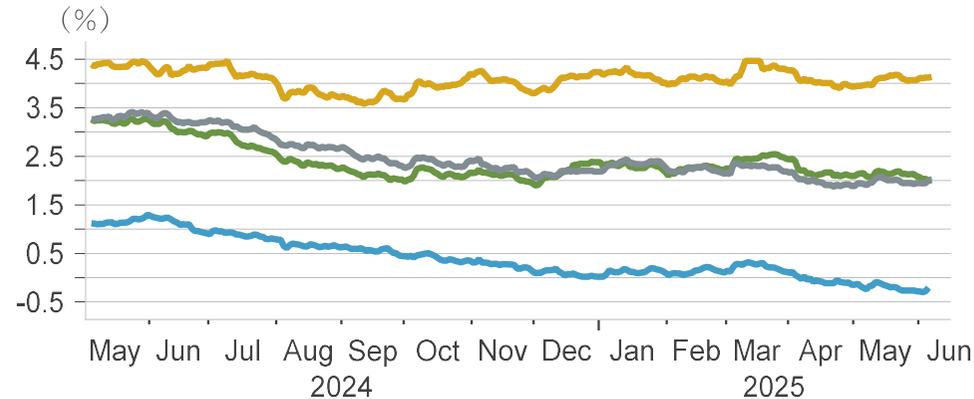
ルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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.