

欧州G10通貨週報

2025年7月14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（1/3）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
英国 政治	5月英国GDP は前月比▲0.1%減と2か月連続の落ち込み(7月11日)	4月の同▲0.3%からはマイナス幅を縮小したものの、市場予想では同+0.1%とプラス成長が見込まれていた。とりわけ生産活動の落ち込みが続いている。景気の落ち込みのリスクが強まっていることは、税収の下振れリスクにつながり、10月に発表される見込みの予算案で、増税か支出削減か国債の増発か、で英政府が厳しい選択を迫られる恐れが強まっている。
英国 経済	英国予算責任局(OBR) は年金基金による国債投資の減少に警鐘をならす(7月8日)	英国の年金基金は英国債の需要を支える重要な買い手だが、確定給付型年金(Defined benefit)から確定拠出型年金(Defined Contribution)への移行に伴い、長期国債を保有し、長期運用する必要性が薄れている。予算責任局(OBR)は、年金基金による国債購入減少の影響で、公的債務の金利負担が220億ポンド(約4兆3,800億円)急増する恐れがあると指摘している。
英国 外交	英国のスターマー首相とフランスのマクロン大統領が「移民返還協定(one in, one out deal)」で合意。(7月10日)	イギリスに小型ボートで不法入国した移民の一部をフランスに送り返す一方で、イギリスは合法的な難民申請者を同数受け入れるという仕組み。スターマー氏にとっては、移民問題への対応を示す重要な成果に。
英国 外交	英国とフランスは「ノースウッド宣言(Northwood Declaration)」により、英国とフランスは初めて核兵器に関する協力体制を構築。(7月10日)	「英仏核運用指導グループ(UK-France Nuclear Steering Group)」を新設し、核政策や運用に関する戦略的対話と調整を行う。

注：赤字は後続スライド参照。

直近の主な動き一覧（2/3）

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	ECBのシュナーベル理事が追加利下げのハードルが極めて高いと発言。(7月11日)	同氏はECBのタカ派として知られる。市場では7月24日の会合でECBが政策金利を据え置くと見込まれているものの、年内あと1回の利下げを織り込んでいる。シュナーベル氏は財政出動による景気の下支え効果などを念頭に、中期的に物価が持続して下振れするリスクは見当たらない、とした。一方、トランプ政権の高関税政策を巡っては「短期的に経済活動を抑制する効果をもたらすが、交渉が成功すれば不確実性が低下して消費や投資を下支えする」とも語っており、関税交渉次第で状況は変わりうることも示唆している。
ユーロ圏 政治・外交	トランプ米大統領は EUに対し、8月1日から30%の関税 を課すと通告(7月12日)	今回の発表は、おおむね交渉の進展を促すためのトランプ大統領の圧力手段と受け止められている。EUは8月1日までの合意を目指して交渉を継続する意向を示しつつ、必要に応じて対抗措置も辞さないとしている。ただし、実際に関税発動となれば、医薬品・自動車など幅広い分野に影響が及ぶ恐れ。
ユーロ圏 政治・外交	EU、AI規制法の「行動規範」を公表－著作権や透明性の規則を明記(7月10日)	著作物の無断使用禁止やAIの機能・リスクの明示義務を定め、法的拘束力はないものの違反時には最大売上高の7%の制裁金が科される可能性がある。AI規制法施行前の準備的ガイドラインの位置づけ。AI規制法を巡っては米トランプ政権と対立している。

注：赤字は後続スライド参照。

直近の主な動き一覧（3/3）

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	トランプ米大統領は7月14日に ロシアに関する「重大な声明」 を発表すると予告。	トランプ氏は「非常に重大で非常に厳しい制裁法案」が上院で可決される見通しであると述べている。ロシアと直接的・間接的に取引を行っているとする第三国の企業や個人が米国に輸出する製品に対し、最大500%の関税を課す「二次関税案」が提案されていると報じられている。ロシアとの取引のある国（インド、中国、トルコなど）との外交的緊張が高まる可能性。また、EUの一部の国も依然としてガスではロシアに依存している。また、実際の制裁発動となれば、エネルギー価格を押し上げる可能性にも注意が必要。
スイス 経済	IMFの外貨準備運用のデータで円の割合の減少と、スイスフランの割合の拡大が顕著に。（7月8日）	2025年第1四半期時点で、円の世界準備通貨としてのシェアは5.1%と2024年第4四半期の5.8%から大きく減少。これに対して、スイスフランのシェアは0.18%から0.76%へと上昇した。この動きは、円が貿易赤字の継続や、低成長の継続、政治・外交面の混乱から、安全資産としての魅力を失いつつあるという認識が、外貨準備の運用担当者間で広がっていることを示唆する可能性。一方、スイスフランは巨額の貿易黒字や、対外純資産の大きさ、エネルギーの輸入依存度の低さなどが安全資産としての地位強化につながっている。

注：赤字は後続スライド参照。

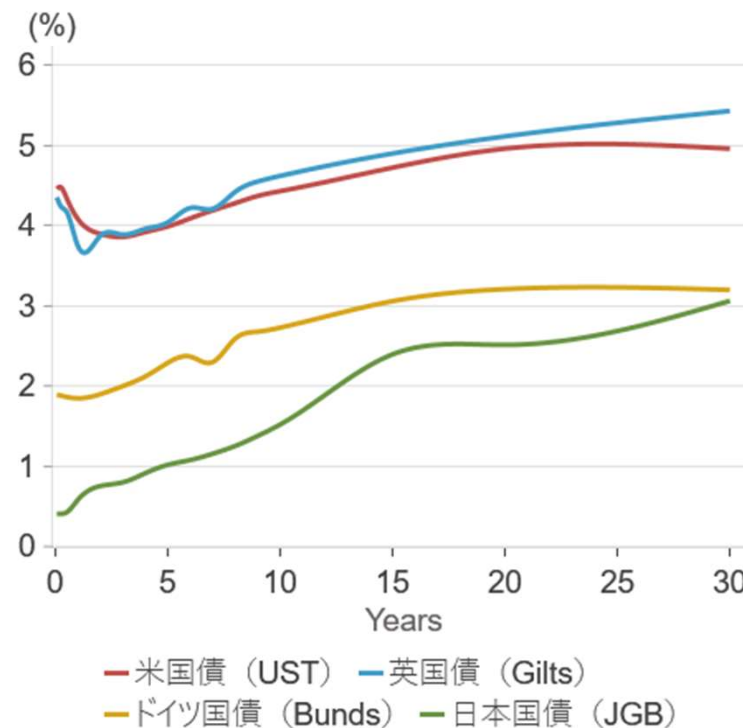
ロンドンからの視点「日本の参院選をロンドンの同僚や投資家はどう見ているか？」（1 / 2）

来週日曜日の参議院選挙に先立ち、期日前投票を行いました。在外投票は、在外選挙人証を事前に取得し、パスポートなど身分証明書持参のうえで日本大使館まで出向かねばならず、なかなか大変ですが、私以外にも複数の方が同時時間帯に来ていました。

日本の参院選に関しては、みずほの同僚や、ロンドン・大陸欧州の投資家も関心をもって見えています。とりわけ、彼らの関心を引いているのは日本国債のイールドカーブ（利回り曲線）の形状です。参院選で与野党が現金給付や消費税減税を公約に掲げていることを一因として、超長期債の利回りは押し上げられ直近では30年債利回りは3%に達しており、ドイツの30年国債の利回りとはほぼ変わらない水準となっています。一方、日本銀行の政策金利が0.5%と欧州中央銀行（ECB）の2%と比較して低いことを反映して日本の短期国債の利回り水準は抑制されています。こうした背景から、ドイツ国債に比べて、日本国債のイールドカーブが急こう配となっていることに着目した投資戦略を考えているケースが多いように思われます。

彼らにどうやって分かりやすく伝えるかを創意工夫している中で、日本の選挙制度の独自性を意識することもありましたし、逆に、彼らとの会話の中で、政治・財政状況をめぐる課題は万国共通なのかもしれない、と感じることもありました。（つづく）

日本と主要国・地域の国債利回り曲線（イールドカーブ）



（出所：マクロボンド、みずほ）

ロンドンからの視点「日本の参院選をロンドンの同僚や投資家はどう見ているか？」（2 / 2）

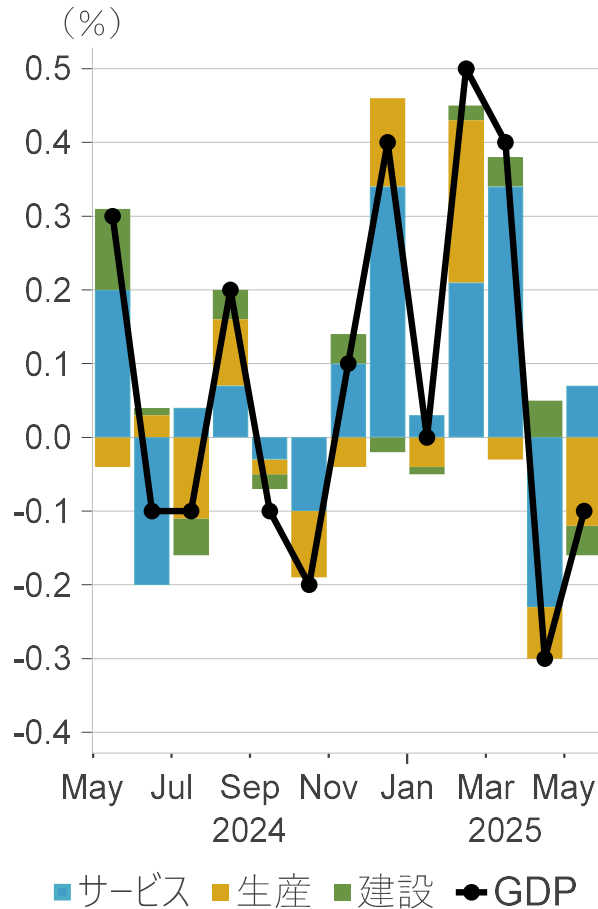
まず欧州の選挙システムとの比較で、「日本の小選挙区もしくは中選挙区と、比例代表を組み合わせた選挙制度が、巨大野党の成立を阻み、自民党に有利な状況を作り出している」、という説明は面白いとおっしゃっていただけるが多かったです。小選挙区と比例代表の組み合わせはドイツでも見られますが、コンセプトは全く異なります。ドイツでは比例代表での投票結果は小選挙区の議席配分にも影響を及ぼします。しかし、日本では小選挙区（参議院では中選挙区）と比例代表で、議席が別々に割り振られており、前者の割合が高いです。これが日本で野党の結集が起こりにくい一因となっているとみられます。たとえば、純粋な小選挙区制であれば、野党も多少の違いに目をつぶってでも合流しようとする力学が働きます。一方、日本では比例代表での議席が別枠で設定されていることもあり、極端な主張でもコアな支持層が一定数いれば議席を確保できる仕組みとなっており、むしろ野党間で違いを強調し、反目しあう一因となっていると見られます。

一方で、SNSの台頭が日本の政党支持構造を揺るがしている点は欧州でも全く同じことが言えます。「リフォームUK」や「ドイツのための選択肢（AfD）」の台頭など、むしろこちらが「本家」かもしれません。かつては資金力のある大政党しか全国に主張を届けられませんでした。今ではYouTubeやX（旧Twitter）などを通じて、小規模政党や個人でも影響力を持てるようになっています。これにより、陰謀論や排外主義的な言説も含めて、若年層の政治的関心が変化し、従来の政党支持構造が揺らいでいます。

少子高齢化の進行を受けて社会保障費用や、防衛費拡大を巡る支出拡大圧力に直面する中で、誰がどれだけ負担していくのかという問題は全く一緒です。すでに働き手世代の税金・社会保険料の負担が重くなるなかで社会に不満が溜まっていることも同様です。日本でも国債の安定的な消化が徐々に海外投資家頼みになるなかで（特に超長期債）、市場の目をより気にしなければならなくなっている点も、程度の差こそあれ、英国や大陸欧州の国々と同じではないかと思われます。

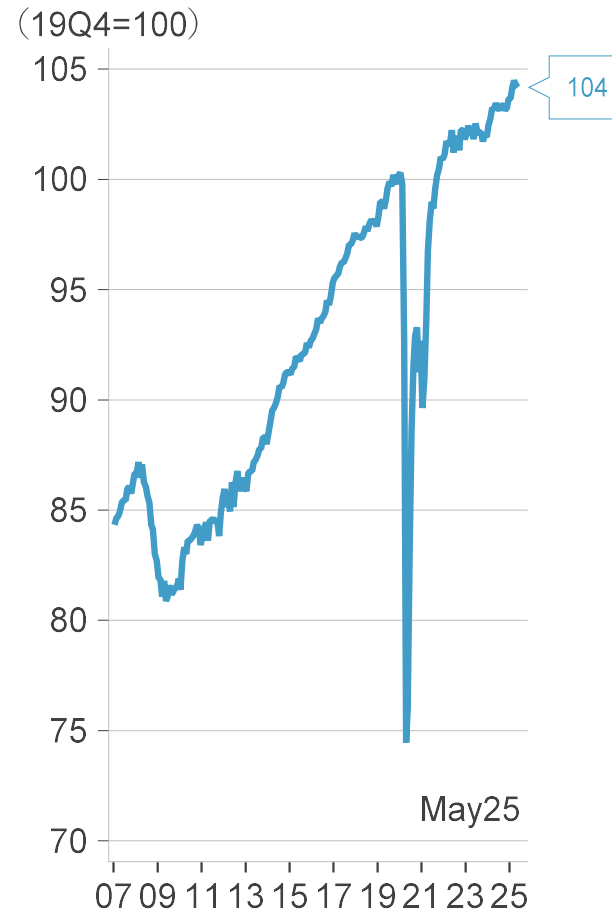
5月英国GDPは前月比▲0.1%減と2か月連続の落ち込み（7月11日）

英国 月次GDP セクター別寄与度



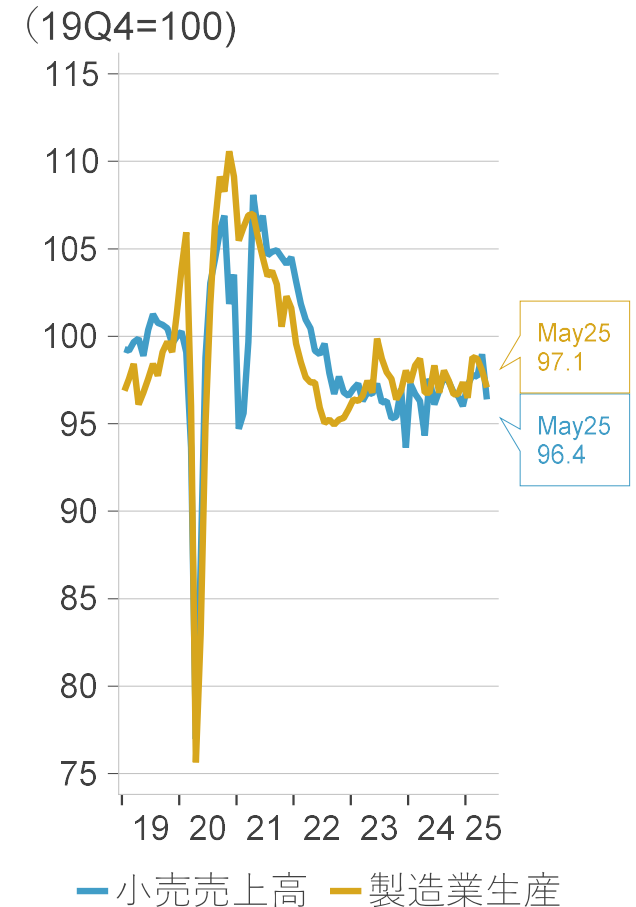
(出所：ONS、マクロボンド、みずほ)

2019年末を100とした推移



(出所：ONS、マクロボンド、みずほ)

小売売上高・製造業生産



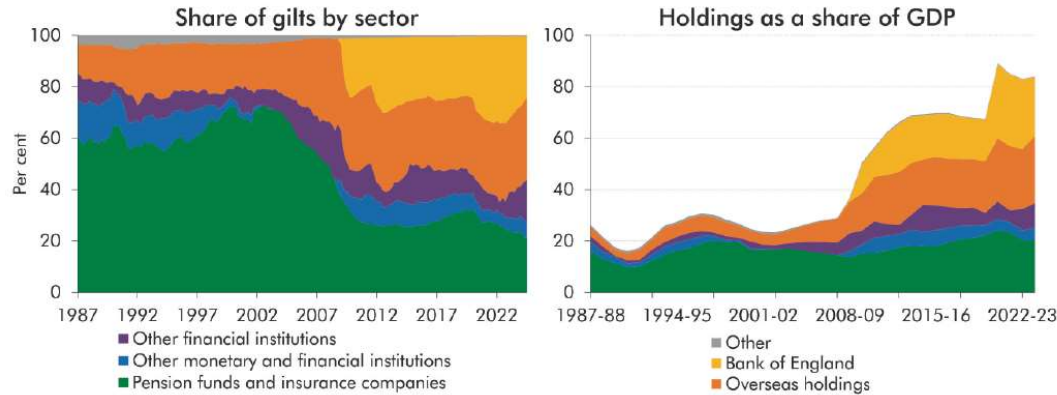
(出所：ONS、マクロボンド、みずほ)

4月の同▲0.3%からはマイナス幅を縮小したものの、市場予想では同+0.1%とプラス成長が見込まれていた。とりわけ生産活動の落ち込みが続いている。景気の落ち込みのリスクが強まっていることは、税収の下振れリスクにつながり、10月に発表される見込みの予算案で、増税か支出削減か国債の増発か、で英政府が厳しい選択を迫られる恐れが強まっている。

英国予算責任局（OBR）は年金基金による国債投資の減少に警鐘をならす（7月8日）

英国債（ギルツ）のセクターごとの保有状況

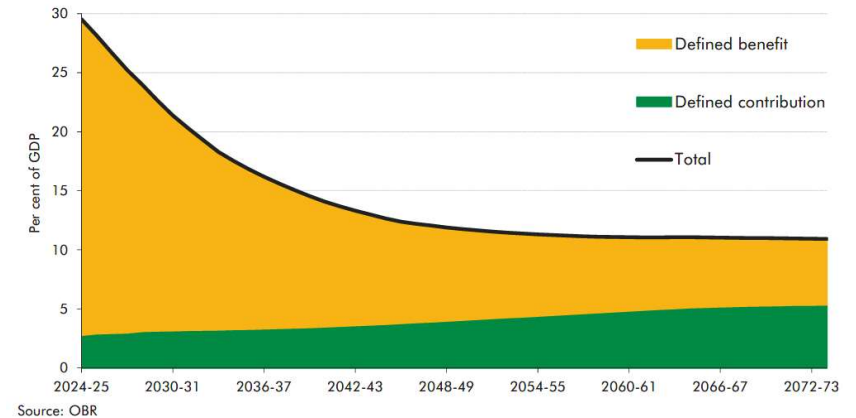
Chart 1.3: Gilt holdings by sector



Note: Right panel uses gilt holdings data in the final quarter of the financial year as consistent quarterly data are not available pre-1997.
Source: ONS

英年金基金による英国債の保有

Chart 2.15: Projection for pensions sector gilt holdings

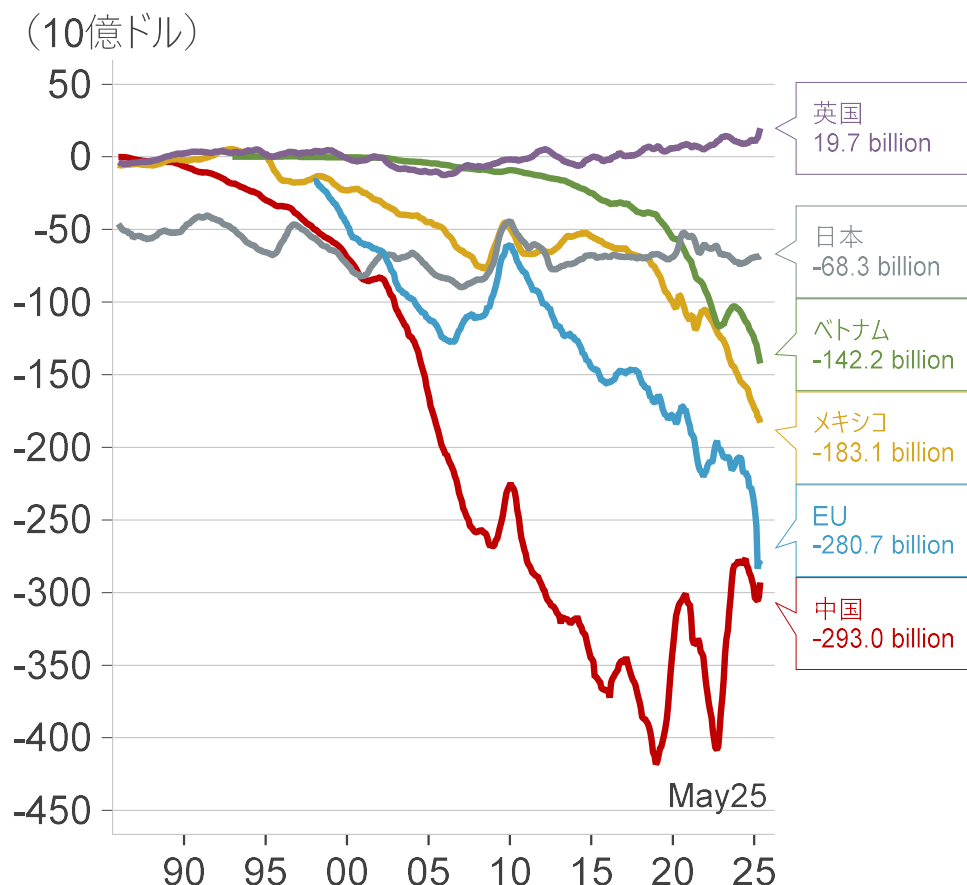


出所：英国予算責任局（OBR） Fiscal risks and sustainability July 2025

英国の年金基金は英国債の需要を支える重要な買い手だが、確定給付型年金（Defined benefit）から確定拠出型年金（Defined Contribution）への移行に伴い、長期国債を保有し、長期運用する必要性が薄れている。予算責任局（OBR）は、年金基金による国債購入減少の影響で、公的債務の金利負担が220億ポンド（約4兆3,800億円）急増する恐れがあると指摘している。

トランプ米大統領はEUに対し、8月1日から30%の関税を課すと通告（7月12日）

米貿易収支



注：12か月累計値を計算
(出所：米国情勢調査局、マクロボンド、みずほ)

2024年のEUから米国への輸出 上位10品目

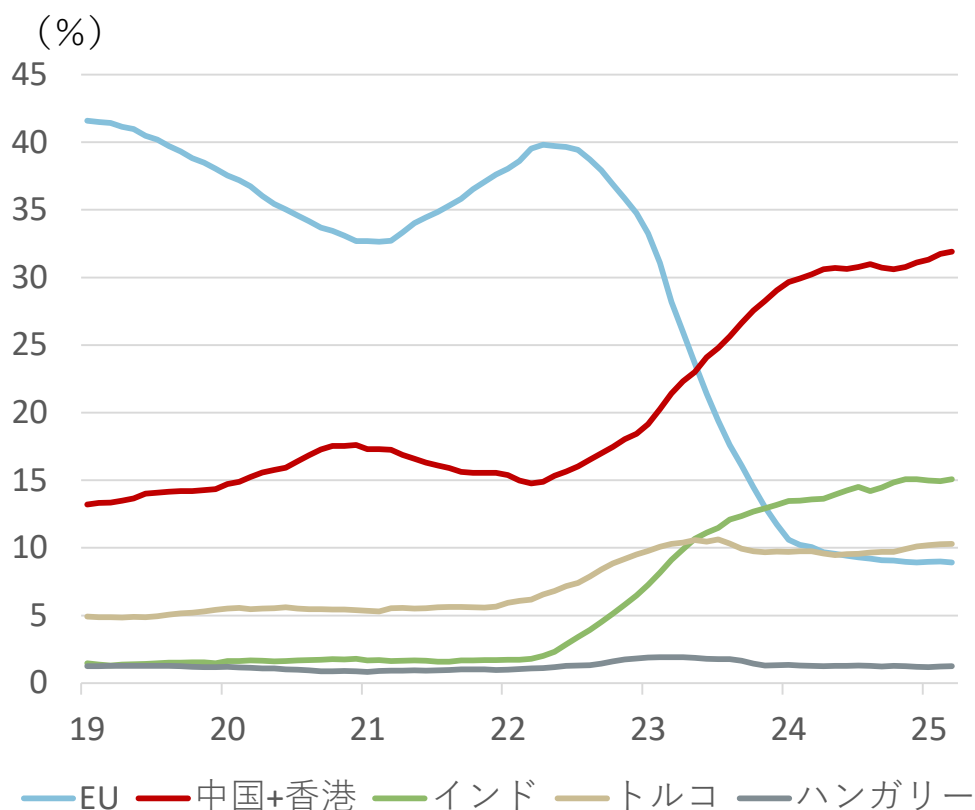
	品目分類	億ユーロ	比率(%)
1	医薬品・医療用製品	1200	22.5%
2	自動車(完成車および部品)	510	9.6%
3	一般産業用機械・設備	340	6.4%
4	電気機器・電気部品	320	6.0%
5	特定産業向け機械(食品加工用等)	270	5.0%
6	航空機および宇宙関連機器	250	4.7%
7	精密機器・光学機器	220	4.1%
8	化学製品(医薬品を除く)	200	3.8%
9	鉄鋼および非鉄金属製品	180	3.4%
10	プラスチックおよびゴム製品	160	3.0%

注：SITC分類（2桁）を使用。
出所：Eurostat、みずほ

トランプ大統領は4月にEUに対して20%の関税を提案し、交渉のため90日間の猶予期間を設けていた。しかしその後、交渉が進まなかったことから、5月には50%関税の可能性も示唆していた。今回の30%関税はその中間にあたり、交渉の進展を促す圧力と受け止められている。EUは8月1日までの合意を目指して交渉を継続する意向を示しつつ、必要に応じて対抗措置も辞さないとしている。実際に関税発動となれば、医薬品・自動車など幅広い分野に影響が及ぶ恐れ。

トランプ米大統領は7月14日にロシアに関する「重大な声明」を発表すると予告。

ロシアからの輸入額

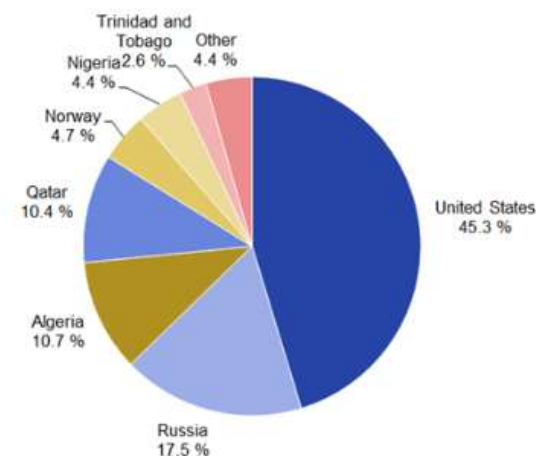


注：IMF direction of trade statisticsより12か月累計値で計算。

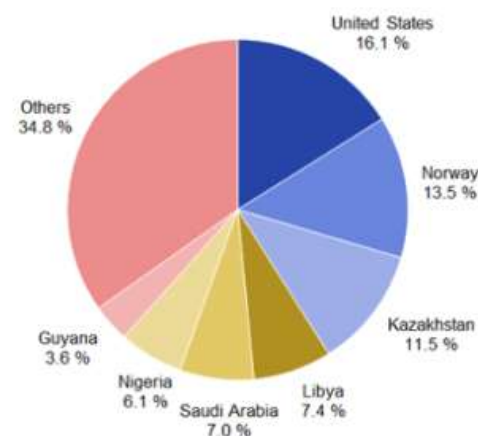
(出所：IMF、ブルームバーグ、みずほ)

EU27か国 エネルギー製品の輸入相手国 (2024年)

LNG



原油



トランプ氏は「非常に重大で非常に厳しい制裁法案」が上院で可決される見通しであると述べている。ロシアと直接的・間接的に取引を行っているとする第三国の企業や個人が米国に輸出する製品に対し、最大500%の関税を課す「二次関税案」が提案されているとされる。ロシアとの取引のある国（インド、中国、トルコなど）との外交的緊張が高まる可能性。また、EUも依然としてガスではロシアに依存している。また、実際の制裁発動となれば、エネルギー価格を押し上げる可能性にも注意が必要。

欧州G10通貨中期見通し（2025年6月30日時点）

	Spot	2025 Sep	Dec	2026 Mar	Jun	Sep
VS USD						
EUR/USD	1.16	1.17	1.18	1.19	1.19	1.18
GBP/USD	1.36	1.36	1.36	1.37	1.37	1.38
USD/CHF	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.82
USD/NOK	10.1	10.0	9.8	9.7	9.6	9.6
USD/SEK	9.5	9.3	9.2	9.1	9.0	9.0
VS EUR						
EUR/GBP	0.85	0.86	0.87	0.87	0.87	0.86
EUR/CHF	0.94	0.95	0.95	0.96	0.96	0.97
EUR/NOK	11.80	11.7	11.6	11.5	11.4	11.3
EUR/SEK	11.06	10.9	10.9	10.8	10.7	10.6
VS JPY						
EUR/JPY	169.2	170	172	171	173	172
GBP/JPY	198.3	197	199	197	199	201
CHF/JPY	180.6	179	181	179	180	178
NOK/JPY	14.3	14.5	14.9	14.9	15.1	15.2
SEK/JPY	15.3	15.6	15.8	15.9	16.1	16.3
USD/JPY	145.4	145	146	144	145	146

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6月30日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2025年6月30日時点

英ポンド

財政リスクが英国金融市場の不安定化要因に

•6月の英ポンドは対ドル相場は続伸、対ユーロ相場は大幅反落となった。ポンドの対ドルでの上昇は、ユーロと同様に、米国から欧州への資金ローテーションの流れが強まっていると見られることが一部に影響している可能性が高い。一方、英国金融市場に対するマーケットの評価を見極めるうえでは、対ユーロ相場が重要であろう。このところユーロに対するポンドのパフォーマンスが続いている背景には、ドイツの防衛費支出拡大を契機とするユーロ圏の景気期待の改善と、これまで比較的堅調と見られてきた英国景気に減速懸念が強まっていることが影響していると見られる。

6月発表の経済指標では、給与取得者が5月に10万9000人減少。過去5年で最大の落ち込みになったことが注目を集めた。2025年2月～4月の3カ月間の賃金上昇ペース（賞与を除く）も1月～3月の前年比+5.5%から同+5.2%へと大幅に鈍化し、労働市場の悪化が顕著となっている。リープス財務相による企業の人件費負担の増加の影響を回避するために、企業が人員整理に動いている可能性が高い。4月の英国GDPは前月比▲0.3%減と1年半ぶりの大幅な落ち込みになった。

イングランド銀行（BOE）は6月会合で市場予想通り政策金利を4.25%で据え置いたが、MPCの投票は据え置きが6人、利下げが3人となり、利下げ票が事前に見込まれていた2人よりも多かった。さらに、議事録の中で、労働市場の軟化がインフレ率の鈍化につながる可能性について指摘されていたこともハト派的に受け止められ、直後には英ポンドはやや軟化した。

当面は、財政リスクが英国金融市場の不安定化要因となる。スターマー首相は、6月26日に障害者給付金の削減案の修正に同意した。労働党は下院全650議席中412議席と過半数を大幅に上回る勢力を占めるにも関わらず、社会福祉削減には労働党内での反発が根強く造反が拡大したために、方針転換を余儀なくされた格好である。市場の反応はこれまでのところ限定的だが、今後、英国政府は増税、国債の増発ないしインフラなどの支出削減を迫られる恐れが強まっている。

ユーロ

「良い金利上昇」と共にユーロ買いが促される筋合いに

•6月のユーロ相場は上昇した。「有事のドル買い」の中でもユーロ相場は大崩れせず、市場心理の改善と共に大きく買い戻されている。4月以降話題となる米国から欧州への資金ローテーションについて真偽は判然としないが、4月の対米証券投資統計などを踏まえる限り、その潮流は完全には否定できない。NATO首脳会議の防衛費支出目標の引き上げ、これに付随する欧州再軍備計画は拡張財政路線に伴う域内資本ストックの蓄積を期待させる動きと考えられる。理論的には域内の潜在成長率を押し上げる話であり、域内市場では良い金利上昇と共にユーロ買いが促される筋合いにある。なお、ECBの金融政策は、7月以降、利下げ路線の凍結も想定され、この点もユーロ買いを促すだろう。もっとも、4月以降に見られてきたユーロ/ドル相場の騰勢は明らかに欧米金利差から正当化されず、ドルー強体制の瓦解まで織り込んだ価格形成であった。ECBの利下げ停止は確かにユーロ買いを招くとしても、仮に関税政策を中心としてトランプ政権の政策がある程度正気を取り戻すのであれば、「欧米金利差が縮小する」という理由だけでユーロ高が持続するのも難しいのではないかと。

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6月30日発行）より抜粋。

見通しの概要（スイスフラン、北欧通貨） 2025年6月30日時点

スイスフラン

スイス国立銀行は追加利下げを実施し、マイナス金利再導入を辞さない姿勢を示す

- スイスフランはイスラエルによるイランへの攻撃に伴い、安全資産需要の高まりからフランに上昇圧力がかかる場面もあったが、6月を通して見れば、対ユーロで横ばいとなった。スイス国立銀行(SNB)が6月会合で政策金利を25bp引き下げ0%としたこともフラン買いをやや抑えただろう。SNBはフラン高に伴う輸入物価の抑制によって、CPIが大幅に下落したことに対応した。シュレーゲル総裁は「今後も状況を注視し、必要に応じて金融政策を調整する」、「必要であれば外国為替市場で行動する用意がある」と表明し、マイナス金利の再導入や、為替介入の再開も辞さない姿勢を示している。
- もっとも、ドイツの防衛費支出拡大を契機とするユーロ圏の景気期待の改善と、米国から欧州への資金ローテーションの流れからユーロが騰勢を強める中では、対ユーロで見たフランの騰勢は抑えられる可能性が高く、SNBはやや一息つける形となりつつある。金融機関への負の影響も大きいマイナス金利の再導入はまだ差し迫った政策オプションではないように思われる。

ノルウェークローネ

ノルウェー中央銀行はサプライズ利下げを実施

- ノルウェークローネは6月に対ユーロで2.4%下落した。ノルウェー中央銀行は6月にサプライズ利下げを実施し、政策金利を25bp引き下げ4.25%とした。ブルームバーグが調査した17名のエコノミストは全員が据え置きを予想していた。ノルウェー中銀はインフレが十分に抑制されており、今年さらに金融緩和が可能、との見方を示した。
- 中東情勢の緊迫化を端緒とするエネルギー価格の高騰が、産油国通貨でもあるクローネの下支え要因となる可能性はあるが、ドイツの防衛費支出拡大を契機とするユーロ圏の景気期待の改善と、米国から欧州への資金ローテーションの流れからユーロが騰勢を強める中では、クローネの対ユーロ相場での上値は抑えられそうだ。

スウェーデンクローナ

9月会合でのさらなる利下げの可能性が浮上

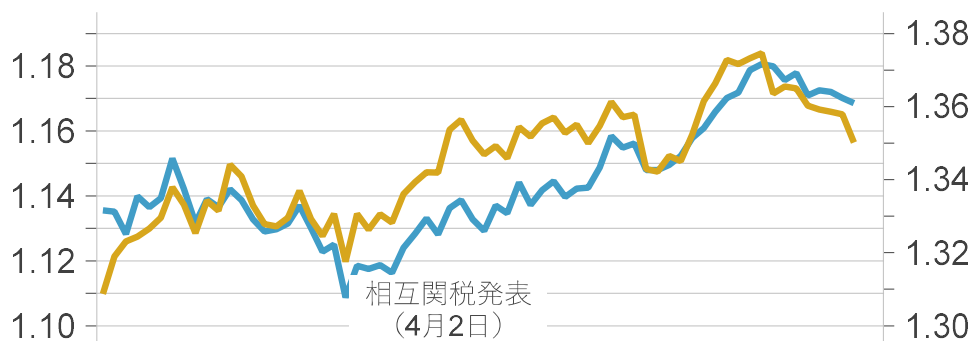
- スウェーデンクローナは6月に対ユーロで2.3%下落。スウェーデン・リクスバンクは6月会合で政策金利を25bp引き下げ2.0%とした。政策金利は2年半ぶりの低水準となった。さらに、追加利下げの可能性を示唆。国内経済の持ち直しが予想より鈍いことを背景に挙げている。9月会合でのさらなる利下げの可能性が浮上した形だ。
- ドイツの防衛費支出拡大を契機とするユーロ圏の景気期待の改善と、米国から欧州への資金ローテーションの流れからユーロが騰勢を強める中では、リクスバンクのこうしたハト派姿勢は、クローナの上値を抑えるものとなる公算が大きい。

マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

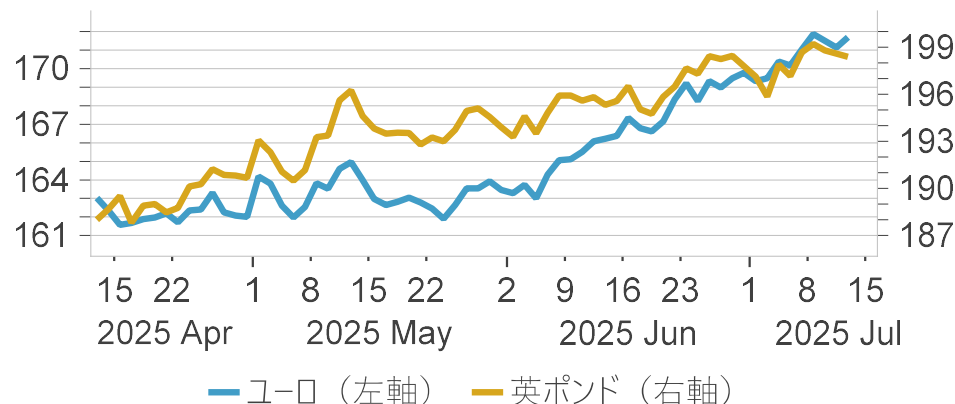
マーケットデータ① 為替市場

ユーロ、ポンドの対ドル、対円レート

【対ドルレート】

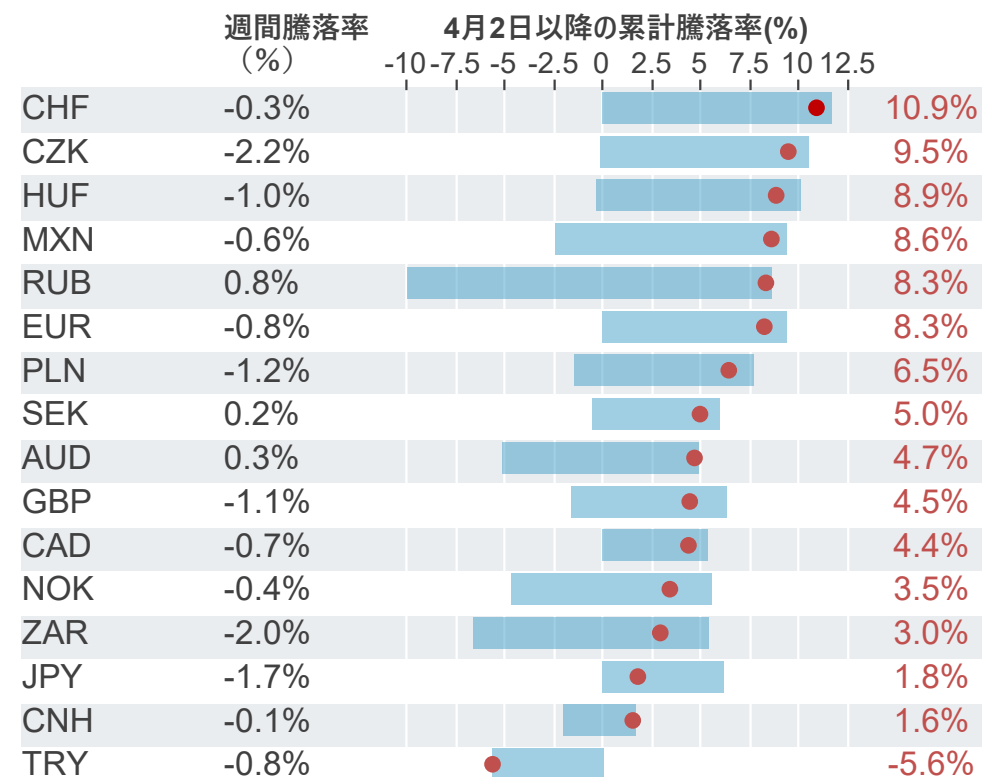


【対円レート】



Data as of 11 July 2025
(出所：ブルームバーグ、マクロボンド、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

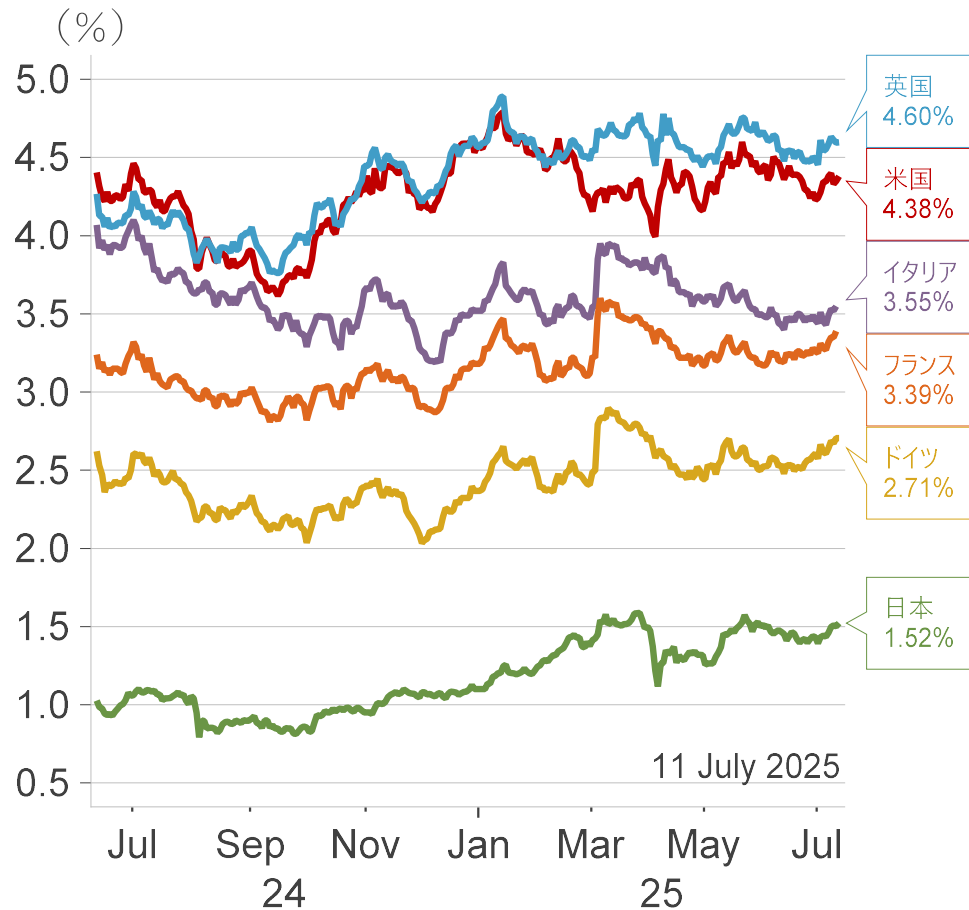


■ 4月2日以降の騰落率のレンジ ● 11 July 2025

(出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ)

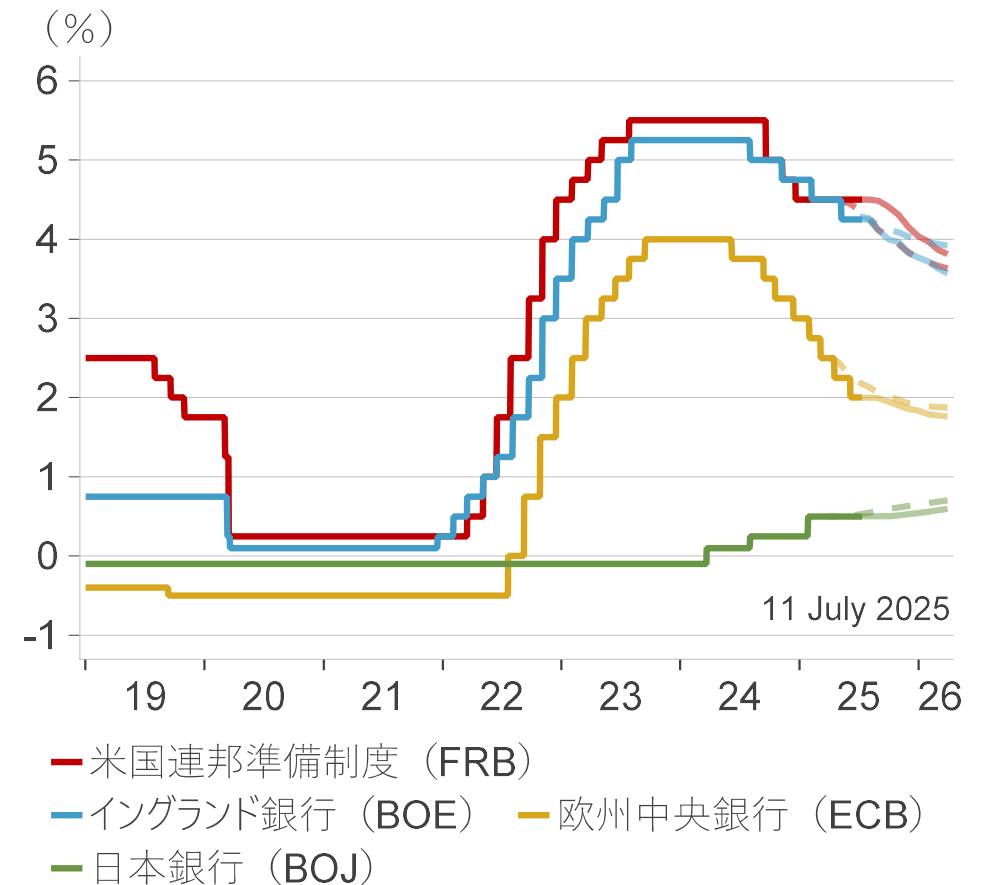
マーケットデータ② 10年国債利回り、各国政策金利

10年国債利回り



(出所：マクロボンド、みずほ)

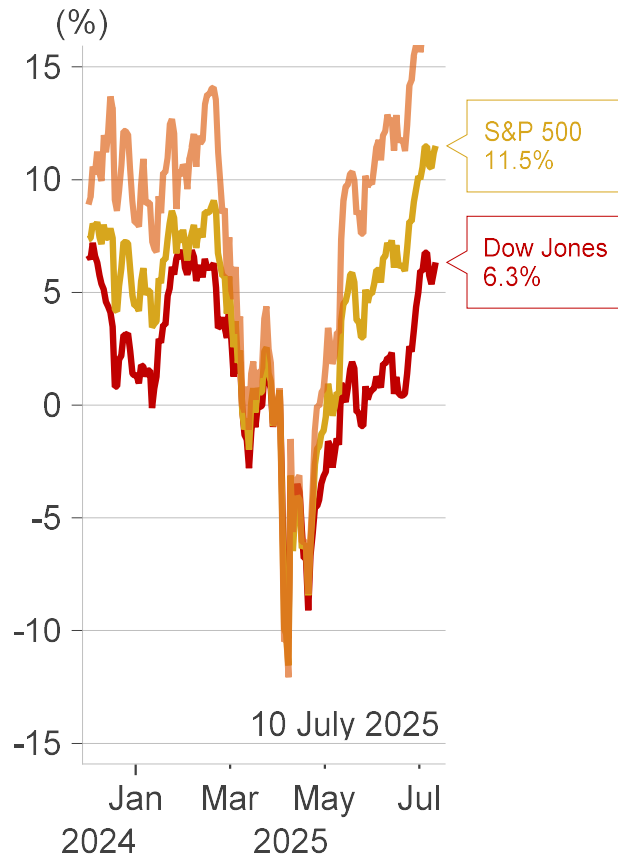
主要中央銀行 政策金利



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)

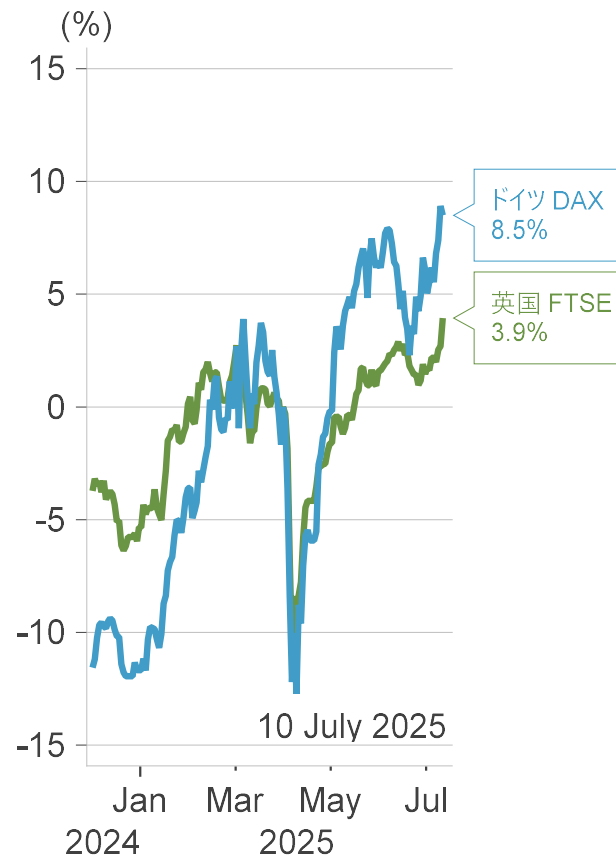
マーケットデータ③ 株式市場

米国



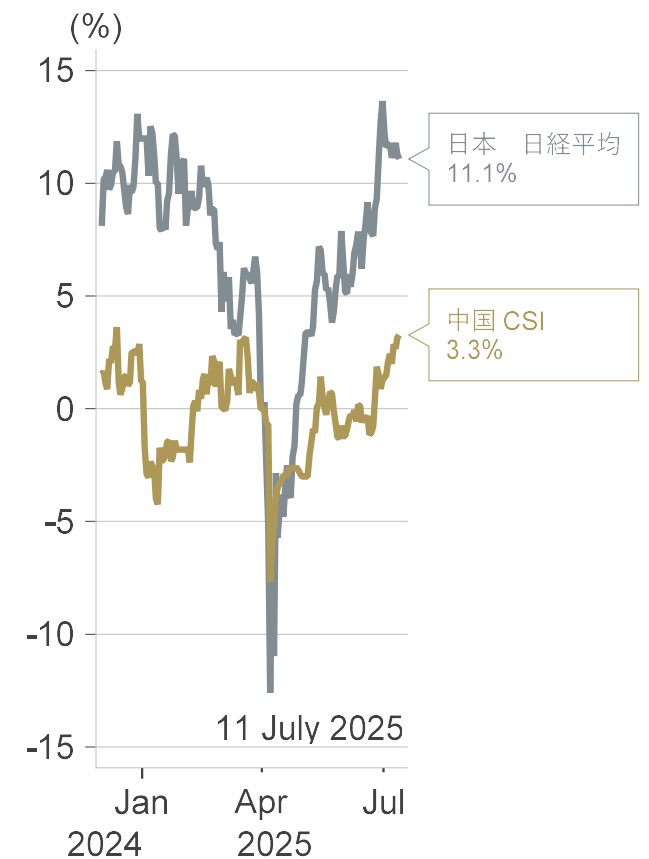
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

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）

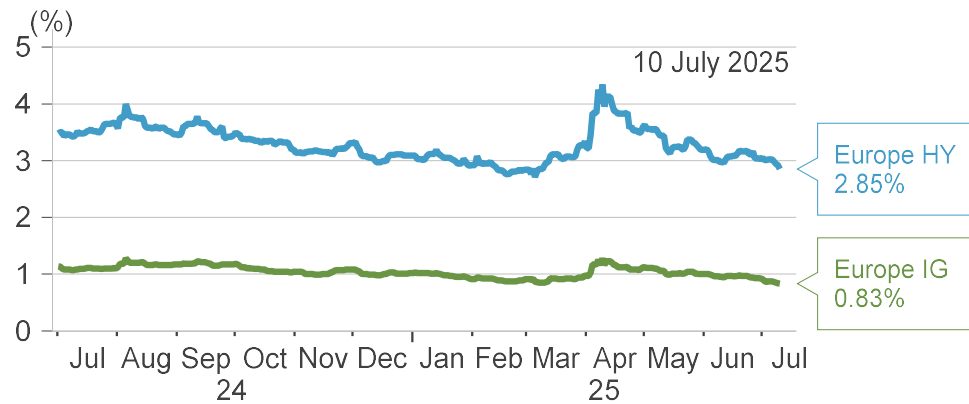
日本・中国



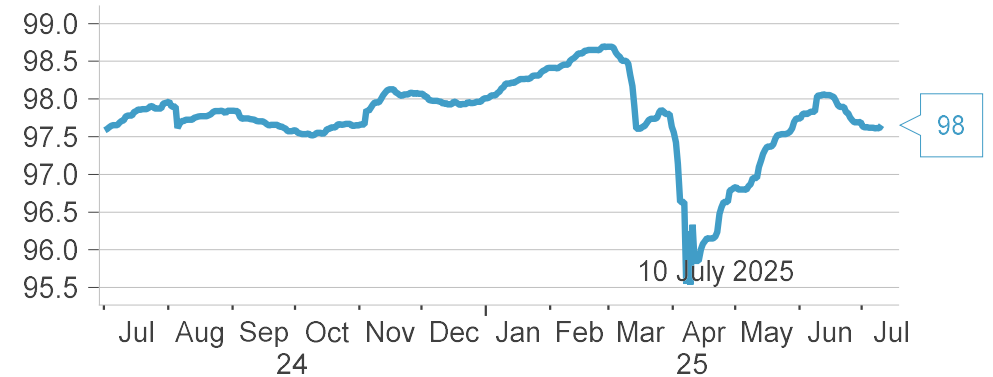
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

マーケットデータ④ クレジット市場

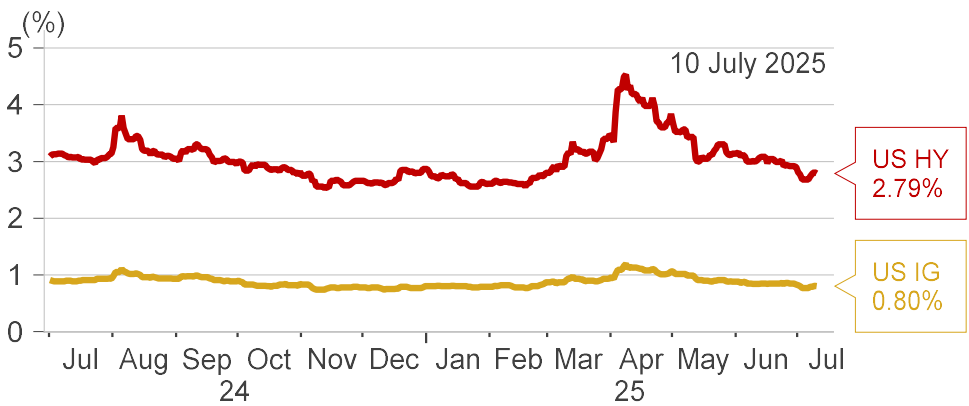
欧州 クレジットスプレッド



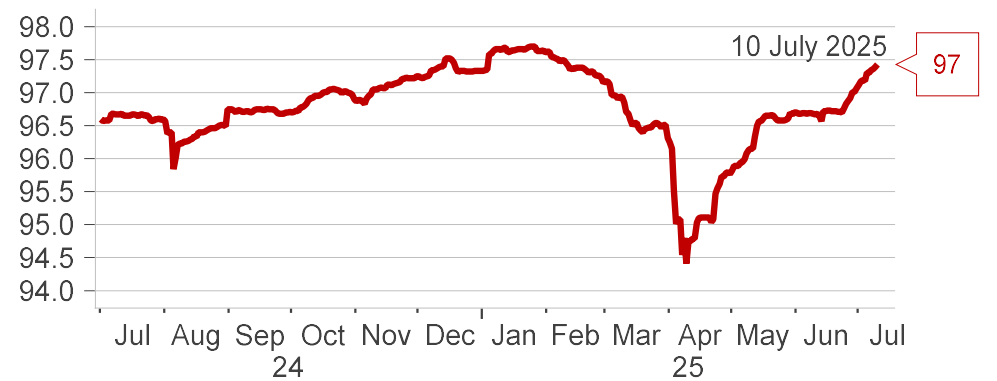
欧州 レバレッジドローン



米国 クレジットスプレッド

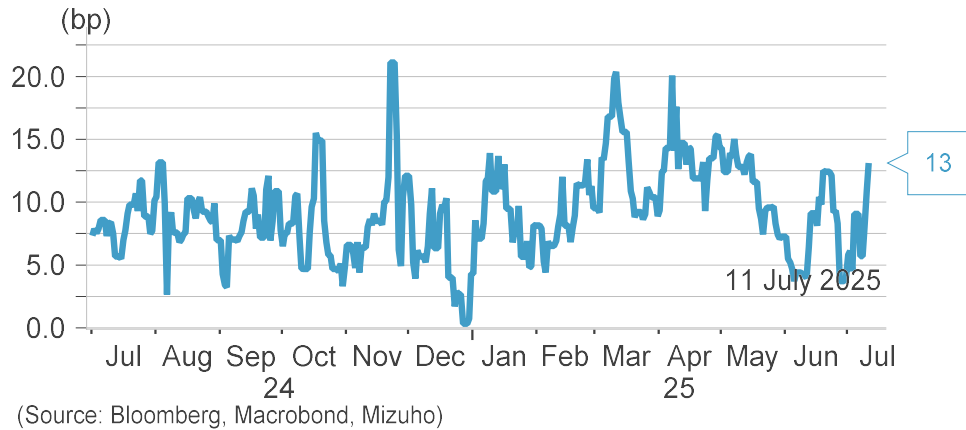


米国 レバレッジドローン

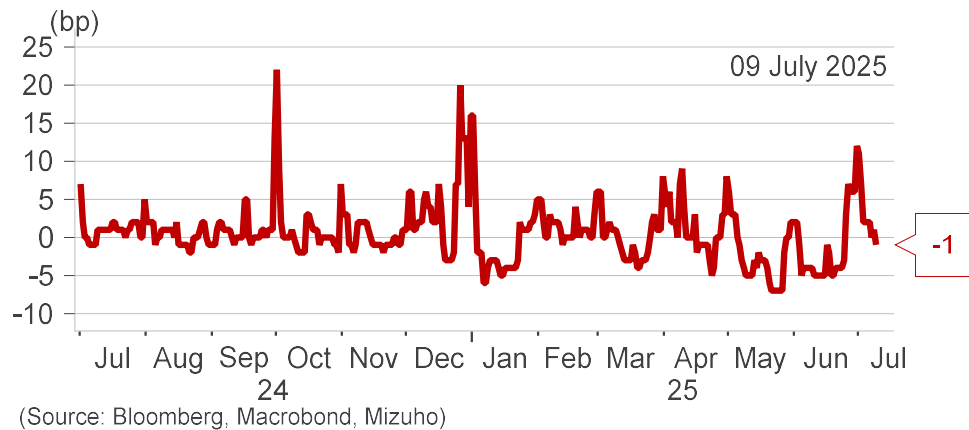


マーケットデータ⑤ 流動性、ドル調達環境

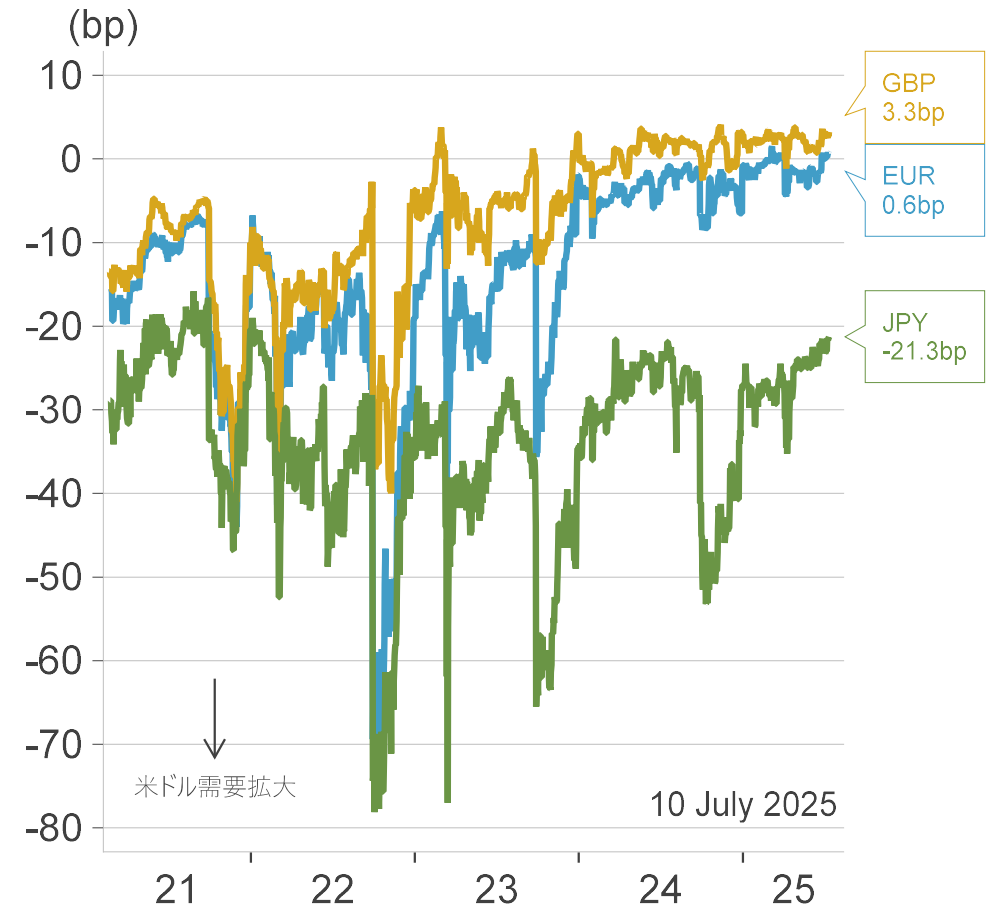
欧州 Euribor-OIS



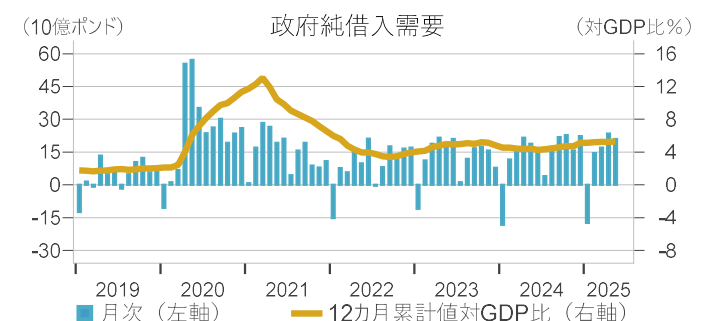
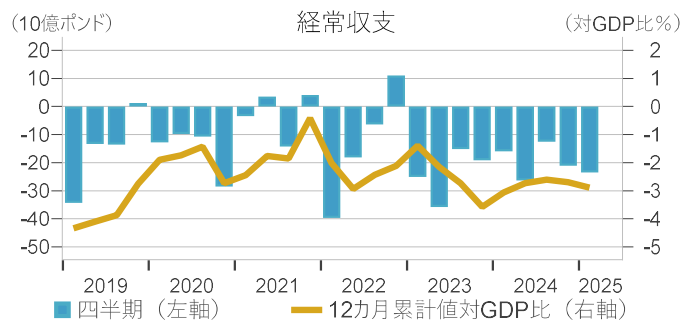
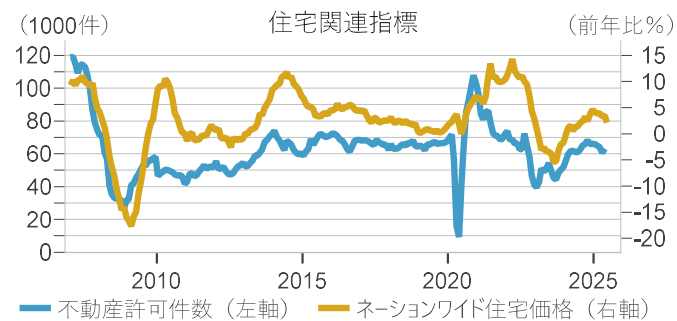
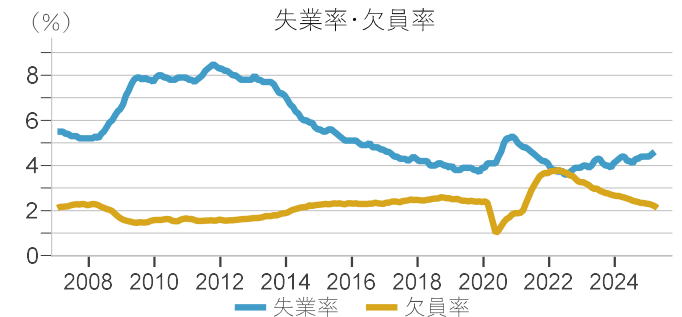
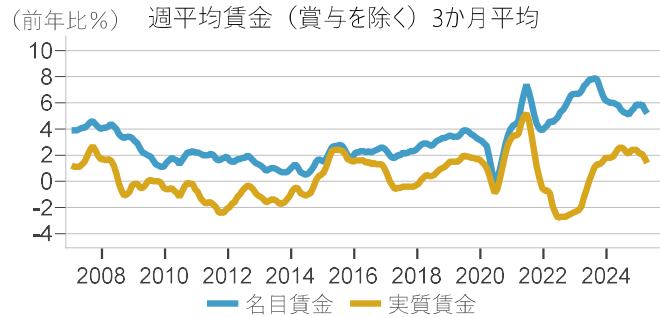
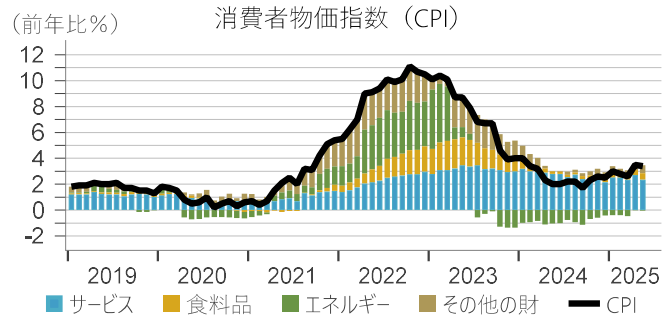
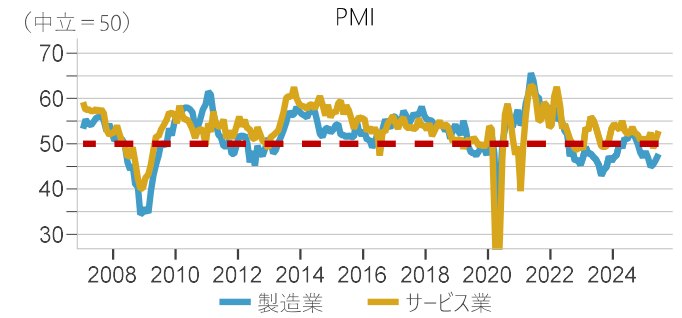
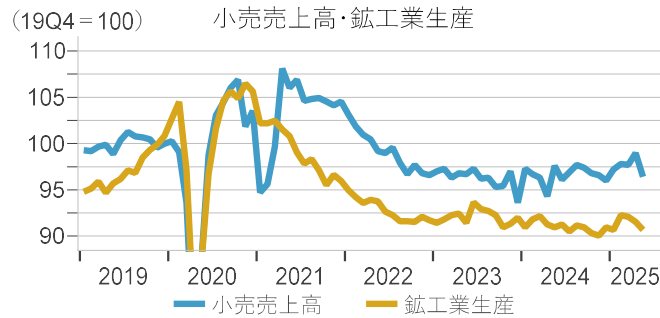
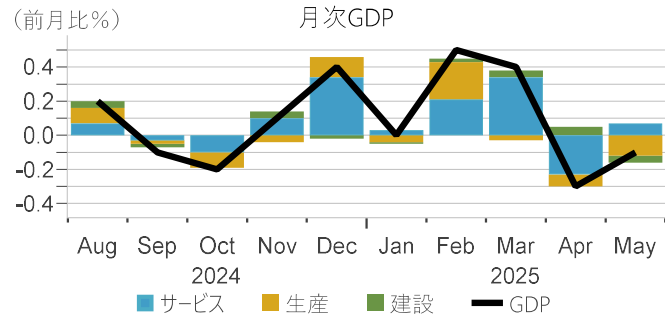
米国 SOFR-OIS



ユーロ、英ポンド、日本円 対ドル3か月ベースス

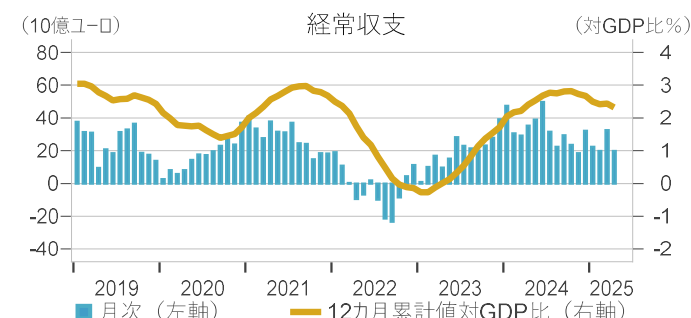
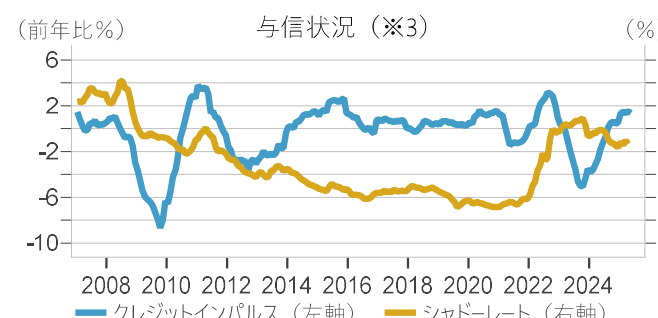
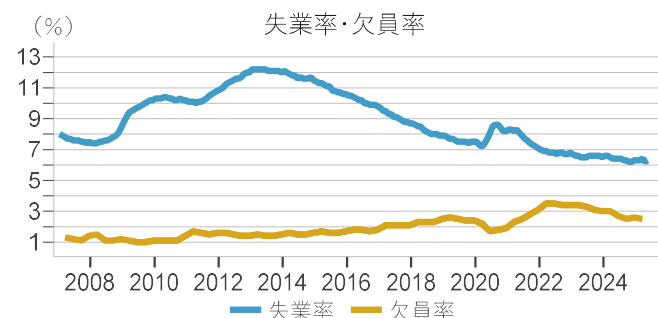
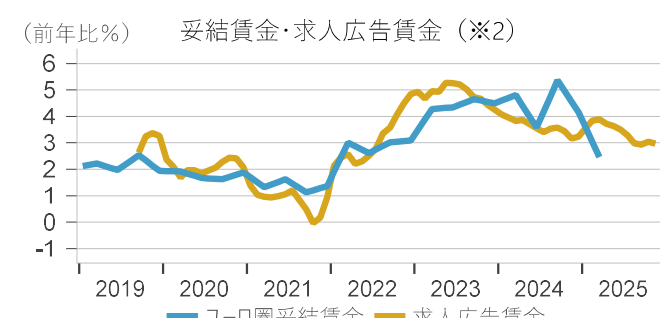
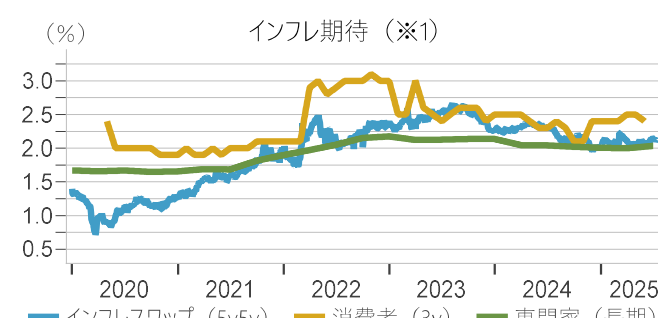
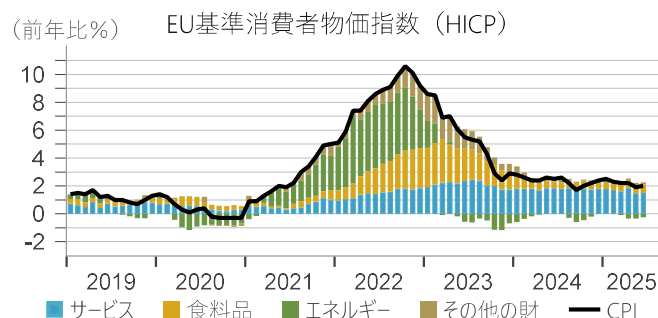
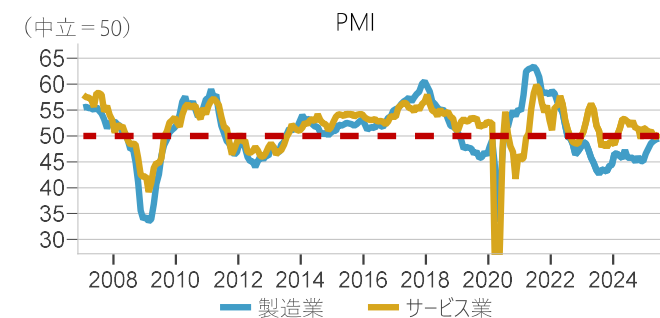
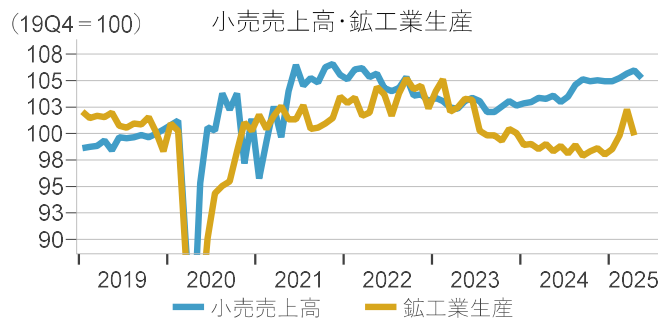
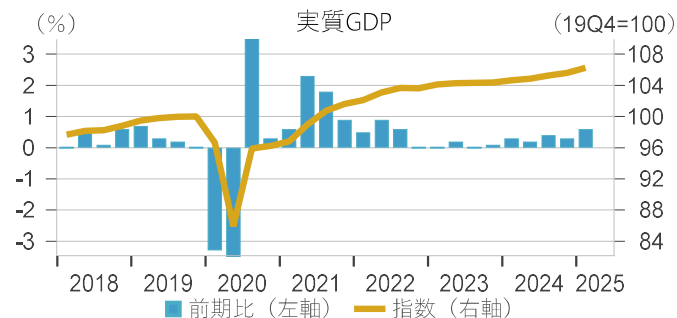


英国 主要経済指標



(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)

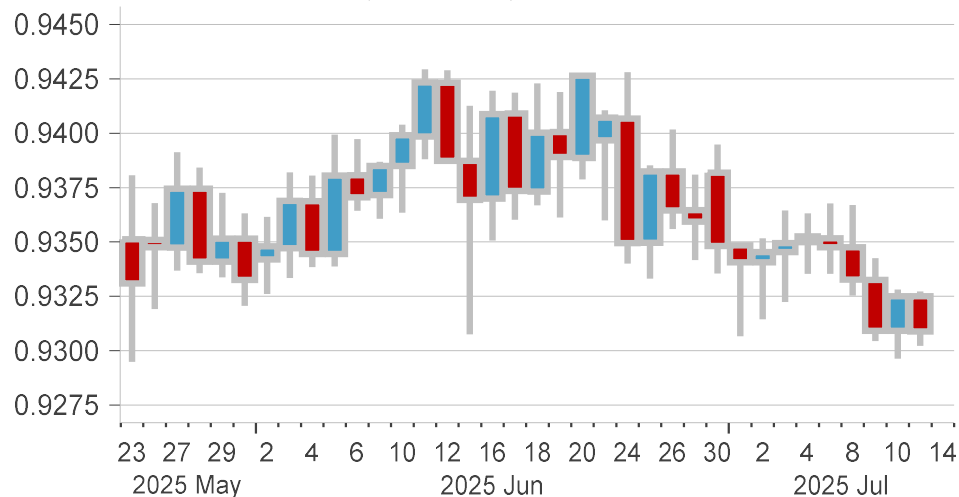
ユーロ圏 主要経済指標



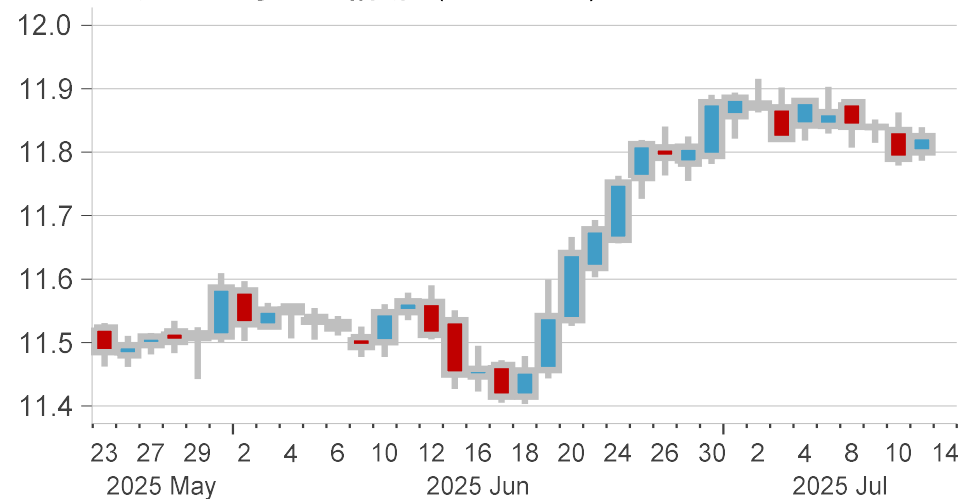
※1 それぞれ、5年先スタート5年間のインフレスワップ、ECB消費者期待調査、ECB専門家調査を使用している。
 ※2 求人広告賃金は、Indeed社が公表しているデータ。3か月平均をとったうえで、グラフでは6か月先行させている。
 ※3 クレジットインパルスは与信額の前年同月比の伸び率が、前年同月と比較してどれだけ増減しているかを示す。値が高いほど、民間への資金供給が増えていることを示す。
 シャドーレートは、企業や家計への新規融資に適用される貸出金利を加重平均したもの。
 (出所：ユーロスタット、欧州中央銀行 (ECB)、Indeed、マクロボンド、みずほ)

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)



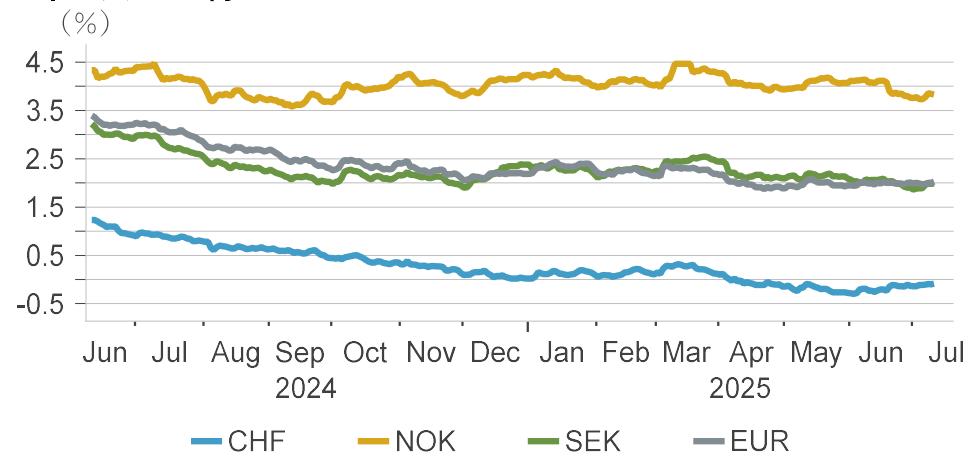
ルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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



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]@mhcbEurope.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.