

欧州G10通貨週報

2025年7月28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（1/4）

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	ユーロ圏7月PMI は市場予想の50.7を上回り51にー 昨年8月以来のペースで成長。英国は下落。（7月24 日）	ユーロ圏では製造業PMIは 48.9 → 49.5、サービス業 PMIは 52.8 → 53.2 といずれも改善し、特にドイツとフラン スでも回復の兆しが見られた。一方、英国のPMIは 51.0と前月の52.0から低下。節目の50は上回りつつも、 スターマー政権の増税政策などが企業マインドに影を落 としている。
英国 外交	英国とインドが首脳会談、自由貿易協定(FTA)に調印。 (7月24日)	英国にとって、EU離脱後最大の貿易協定に。2040年ま でに255億ポンド(約47兆円)の貿易拡大を目指す。ス コッチ・ウイスキーの関税が現在の150%から75%に引き 下げられ、10年以内に40%まで段階的に削減されるほ か、自動車関税もインド側で100%以上から10%へと自 由化される。経済効果としては、英国のGDPを年間48 億ポンド(対GDP比0.14%)押し上げると予測されている。 さらに、両国は防衛協力(特にインド太平洋地域での安 全保障連携)、気候変動対策(再生可能エネルギー分野 での協力)、およびサイバー犯罪やマネーロンダリング 対策における情報共有と連携強化でも合意。
ユーロ圏 経済	ECB銀行貸出調査(BLS)は、ユーロ圏の銀行による 企業向け信用供与は第2四半期に増加し、第3四半期 にはさらに増加を示唆(7月22日)	ECBが利下げに慎重な姿勢を維持する可能性を示唆す る一方で、信用供与の回復が景気の底打ちを支える兆 しとも受け取れる結果に。

注：赤字は後続スライド参照。

直近の主な動き一覧（2/4）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
ユーロ圏 金融市場	欧州の高利回り債のリスク指標であるiTraxxクロスオーバー指数が2022年2月以来の低さに。(7月23日)	ロシアのウクライナ進行以前の水準に戻る。企業バランスシートに対する信頼感や、信用リスクが抑制されているとの見方を反映。
ユーロ圏 金融政策	欧州中央銀行(ECB) は政策金利を2.00%で据え置き。8会合ぶりに利下げ見送り。(7月24日)	ラガルド総裁は記者会見で、「現在の政策スタンスは良好な位置にあり、今後数か月のリスクの展開を見極める段階にある」と述べ、明確に様子見姿勢を打ち出している。ユーロ高による景気・物価の抑制リスクについても「小幅な乖離は問題にならない」として懸念を否定し、タカ派的な姿勢を強調した。9月会合での利下げの可能性は後退したと見られる。ただし、米国との関税交渉の行方が政策判断に影響する可能性は払しょくされていない。
ユーロ圏 経済	ドイツの7月Ifo企業景況感指数は90.7と、前月の90.6から上昇し、2023年4月以来の高水準に。(7月25日)	ただし、トランプ関税を取り巻く不透明感は引き続き根強い。IFOの調査対象の1,500社のうち、約21%の企業がドイツ国内への投資を先延ばしにし、8%が投資を取りやめたと回答している。
ユーロ圏 経済	英FT紙が、米国とEUは通商合意に向けて大きく前進し、当初トランプ大統領が示唆していた30%の関税ではなく、15%に抑える方向で調整が進んでいると報じる。(7月24日)	前日の日米通商交渉の妥結が呼び水となった可能性。自動車輸入に関しても、日本と同様に関税率を引き下げる方向で調整されているほか、航空機、酒類、医療機器など一部製品は関税対象から除外される見通しとも報じられている。実現すれば、欧州経済、ユーロにとって追い風に。

注：赤字は後続スライド参照。

直近の主な動き一覧（3/4）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
EU外交	日本の石破首相がコスタEU大統領、欧州委員会のフォンデアライエン委員長と会談。共同声明を発表。（7月23日）	声明では、多角的貿易体制の維持、公正な競争条件の確保、重要鉱物（レアアース等）の供給網強靱化、重要技術の保護などで連携を強化する方針が示される。また、「競争力アライアンス」の設置や、「日EU防衛産業対話」の創設、情報保護協定の交渉開始も盛り込まれ、欧州とインド太平洋の安全保障が相互に関連しているとの認識が共有。台湾情勢や中国の海洋進出に対しても「力や威圧による一方的な現状変更に反対」との立場が明記されている。
EU外交	コスタEU大統領、欧州委員会のフォンデアライエン委員長は中国を訪問。24日に習近平国家主席および李強首相と会談。（7月23日）	前日の石破首相との日EU共同声明と合わせて、EUがアジアとの戦略的関係を再構築しつつある動きとして注目される。外交関係樹立50周年を節目に、多国間主義の堅持、経済・貿易協力の高度化、AI・グリーン経済・デジタル分野での連携強化などを確認。双方は、輸出規制対話メカニズムのアップグレードや、産業・サプライチェーンの安定確保に向けた協力を進めることで一致。また、気候変動対策に関する共同声明も発表され、WTOを中心とする国際秩序の維持や、グローバル課題への協調姿勢が強調された。

注：赤字は後続スライド参照。

直近の主な動き一覧（4/4）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
欧州外交	フランスのマクロン大統領は9月の国連総会においてパレスチナ国家を正式に承認する方針を表明。（7月24日）	実現すれば、G7諸国としては初の国家承認となり、中東和平に向けた国際的な動きに大きな影響を与える可能性。マクロン大統領の表明を受けて、英国のスターマー首相にも承認圧力がかかっているとも報じられている。
ウクライナ情勢	ウクライナのゼレンスキー大統領が反汚職機関の監督強化法に署名—EU加盟交渉に影響も（7月24日）	ゼレンスキー氏は「制度の効率化と独立性の両立」を強調したが、実際には検事総長の権限が拡大される内容であり、EUや市民団体からは「制度的独立性が損なわれる」との懸念が噴出。キーウなどで抗議デモも発生し、EU加盟交渉や西側支援の継続に影響を及ぼす可能性が指摘されている。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「ポピュリズムの光と影：エビータとアルゼンチンの栄光と悲劇」

今週は、ウェストエンドでミュージカル「エビータ」を見てきました。

1940～50年代のアルゼンチンを舞台に、貧困層出身の私生児として生まれながらも、野心と才覚でファーストレディーまで上り詰め、富と権力を手中にしたものの、病に倒れ33歳の若さで亡くなったエビータの劇的な人生が描かれます。当時、世界有数の富裕国だったアルゼンチンが重債務国へと転落していく姿と重なり、個人と国家の栄光と悲劇がドラマティックに描かれます。「エビータ」は、実在の人物によるこの叙事詩のような物語をアンドリュー・ロイド・ウェーバーの数々の名曲が彩る屈指の人気ミュージカルですが、残念ながらロンドンでは定期公演は行われておらず、上演は期間限定となっています。エビータ役はディズニーの「白雪姫」の実写版で主演を務めたラテン系女優のレイチェル・ゼグラで、圧巻の歌唱でした。

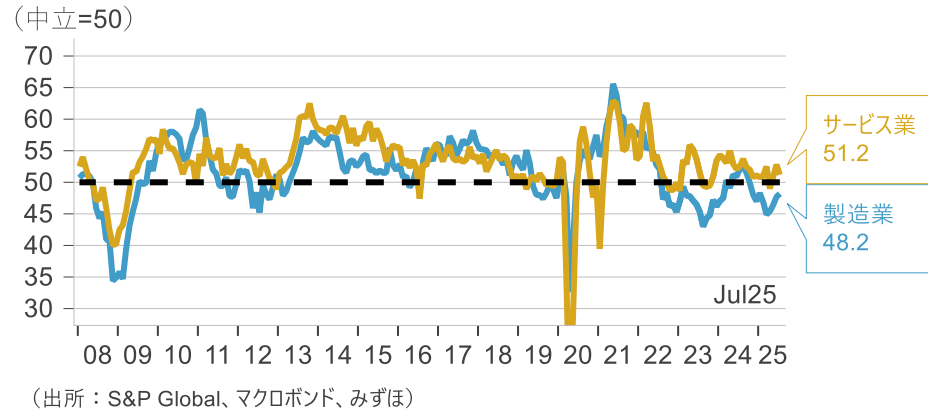
エビータの物語は、ポピュリズムの光と影という切り口で見ても示唆の富むものとなっています。女優だったエビータは軍人出身の政治家フアン・ペロンと出会った後に、自らのラジオ番組で、ペロンの政策を国民に対して分かりやすい言葉で語りかける広報の役割を担いました。その後、政変でペロンが投獄された際には、再び自らのラジオ番組の中でペロンの解放を呼びかけ実現させます。今でいうところのインフルエンサーとしての能力は、ペロンと結婚し、さらには大統領夫人となってからもいかに発揮され、ペロンの人気を不動のものとしします。一方で、貧困層出身で若い時に艱難辛苦を味わったこともあり、労働者に対して富裕層に対する敵意を煽り、国家を分断したとして非難する声もあります。病を得てからはさらに攻撃的になり、アルゼンチンを内戦一歩手前まで追いやったという評価もあります。ただ、そうした負の側面を差し引いても、貧困にあえぐ人々の救済では広く支持を集め、女性の参政権を実現するなど、アルゼンチンではサンタ・エビータ（聖エビータ）として現在も広く尊敬を集め、紙幣の肖像画にもなっています。聖と俗、理想と現実が交錯する多面的な人物像が、皮肉たっぷりに描かれている点も、エビータの魅力ではないかと思います。

第二次世界大戦中、アルゼンチンは連合国と同盟国の両方の陣営に対して牛肉などの農産品輸出で稼いだ金・外貨を蓄積し、当時、世界有数の富裕国となりました。しかし、第一次産業中心の産業構造からの転換の失敗と、ペロン・エビータが推し進めたバラマキ策もあり重債務国へと転落してしまいます。個人と国家の破滅がシンクロするラストシーンは、何とも言えない余韻を残します。

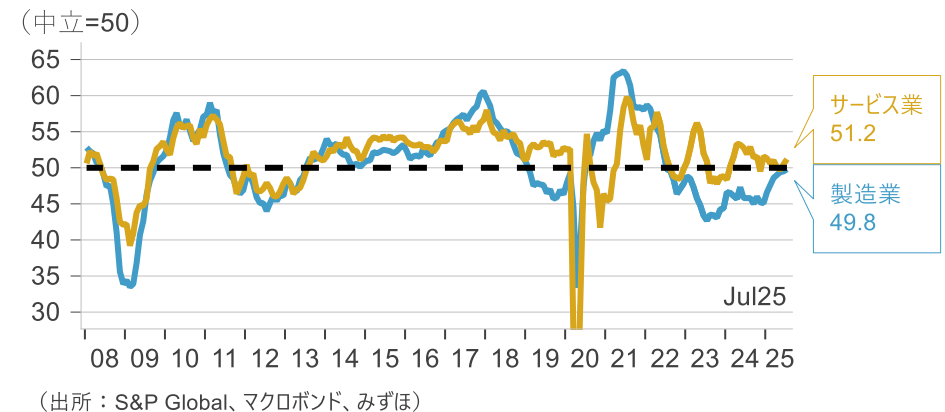
ちなみに、劇中最大のハイライトである「Don't cry for me Argentina（アルゼンチンよ泣かないで）」はなんと、劇場のバルコニーで歌われ、外にいる通行人がライブで聞く一方、客席の観客は生中継でスクリーンに映し出された映像を見るという演出でした。かなり面食らいましたが、9月はじめまで公演は続くので、今度は通行人として外で聞こうかと思います。

ユーロ圏7月PMIは市場予想の50.7を上回り51に。英国は下落。（7月24日）

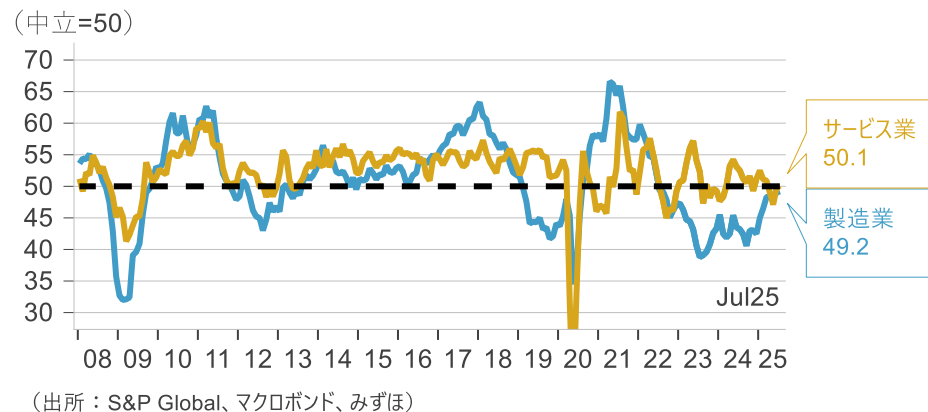
英国



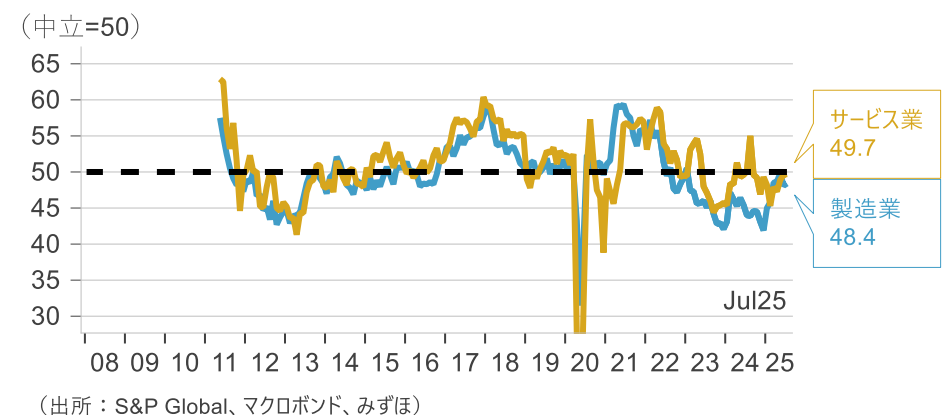
ユーロ圏



ドイツ



フランス



ユーロ圏では製造業PMIは 48.9 → 49.5、サービス業PMIは 52.8 → 53.2 といずれも改善し、特にドイツとフランスでも回復の兆しが見られた。一方、英国のPMIは51.0と前月の52.0から低下。節目の50は上回りつつも、スターマー政権の増税政策などが企業マインドに影を落としている。

ECBは政策金利を2.00%で据え置き。8会合ぶりに利下げ見送り。（7月24日）

6月時点のECB見通しにおけるシナリオごとの前提

■ ベースライン・シナリオ（基準ケース）

- ・ 関税水準：2025年5月時点の関税水準（10%）が継続。
- ・ 米国の輸入関税は、3月時点より10ポイント上昇（中国は20ポイント上昇し、実効関税率は約40%）。
- ・ EUは報復しない、中国は対称的に報復。
- ・ 不確実性：通商政策の不確実性は高止まりするが、2027年末までに2018年水準まで徐々に低下。

■ 軽度シナリオ（Mild Scenario）

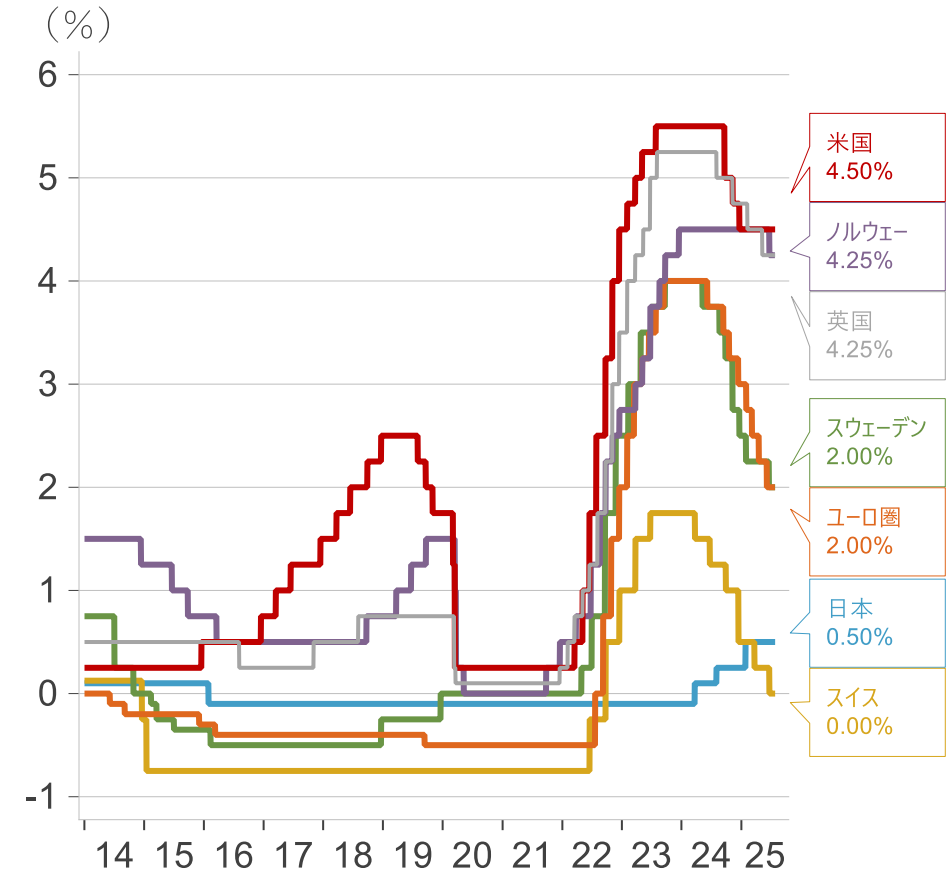
- ・ 関税水準：2025年第3四半期にEUと米国が関税撤廃で合意。
- ・ 米中間の関税も緩和、中国は報復関税を全廃。
- ・ 他国との関税はベースラインと同じ。
- ・ 実効関税率は13%に低下。
- ・ 不確実性：2025年第3四半期以降に低下し、2027年には2018年以前の平均水準に戻る。

■ 深刻シナリオ（Severe Scenario）

- ・ 関税水準：米国が4月2日に発表した高関税水準（20%）に回帰。
- ・ EUが報復関税を導入。
- ・ 米中間の関税は120%近くに再上昇。
- ・ 実効関税率は28%に達する。
- ・ 不確実性：高水準のまま継続。

Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, June 2025, Box2

各国中央銀行の政策金利の推移



（出所：マクロボンド、みずほ）

ラガルド総裁は記者会見で、「現在の政策スタンスは良好な位置にあり、今後数か月のリスクの展開を見極める段階にある」と述べ、明確に様子見姿勢を打ち出している。ユーロ高による景気・物価の抑制リスクについても「小幅な乖離は問題にならない」として懸念を否定し、タカ派的な姿勢を強調した。9月会合での利下げの可能性は後退したと見られる。ただし、米国との関税交渉の行方が政策判断に影響する可能性は払しょくされていない。

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。

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

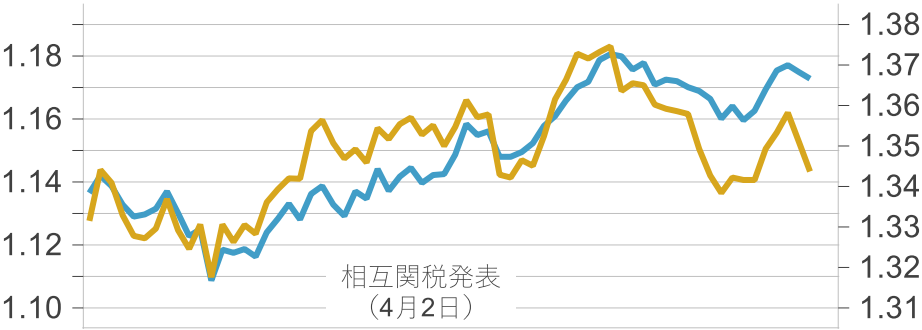
- スウェーデンクローナは6月に対ユーロで2.3%下落。スウェーデン・リクスバンクは6月会合で政策金利を25bp引き下げ2.0%とした。政策金利は2年半ぶりの低水準となった。さらに、追加利下げの可能性を示唆。国内経済の持ち直しが予想より鈍いことを背景に挙げている。9月会合でのさらなる利下げの可能性が浮上した形だ。
- ドイツの防衛費支出拡大を契機とするユーロ圏の景気期待の改善と、米国から欧州への資金ローテーションの流れからユーロが騰勢を強める中では、リクスバンクのこうしたハト派姿勢は、クローナの上値を抑えるものとなる公算が大きい。

マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

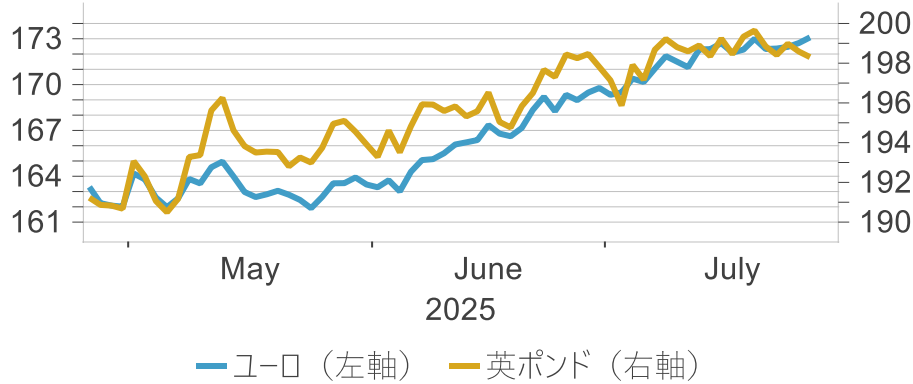
マーケットデータ① 為替市場

ユーロ、ポンドの対ドル、対円レート

【対ドルレート】

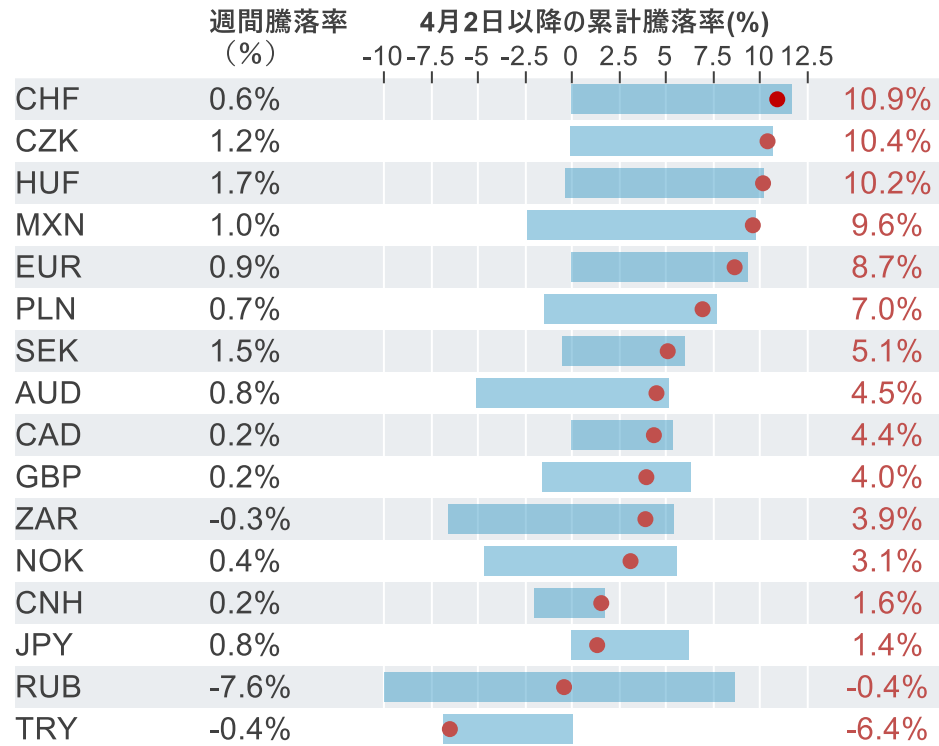


【対円レート】



Data as of 25 July 2025
(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

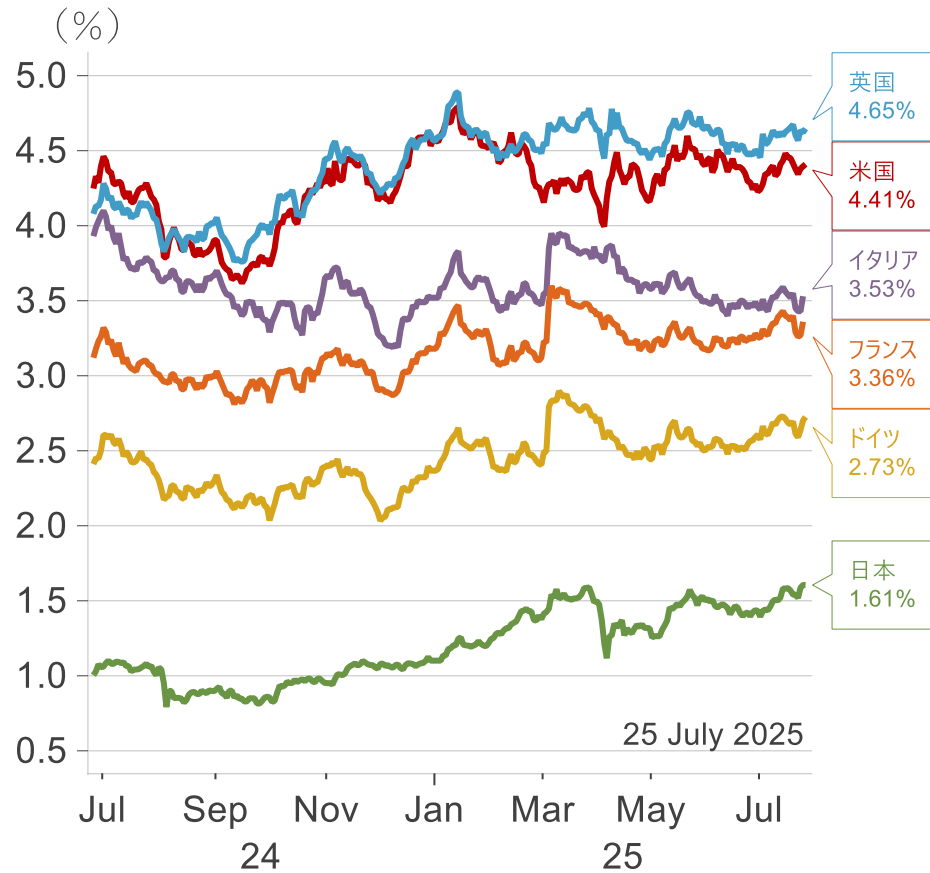
4月2日の相互関税発表後の各通貨の対ドルパフォーマンス



■ 4月2日以降の騰落率のレンジ ● 25 July 2025
(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

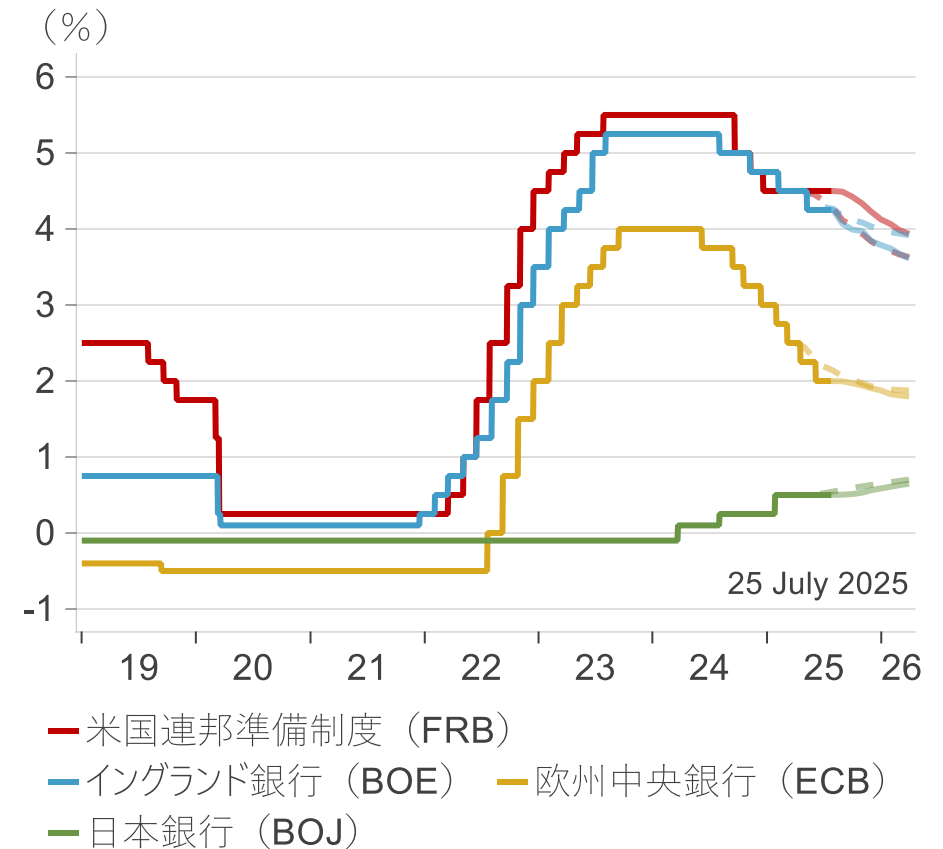
マーケットデータ② 10年国債利回り、各国政策金利

10年国債利回り



(出所：マクロボンド、みずほ)

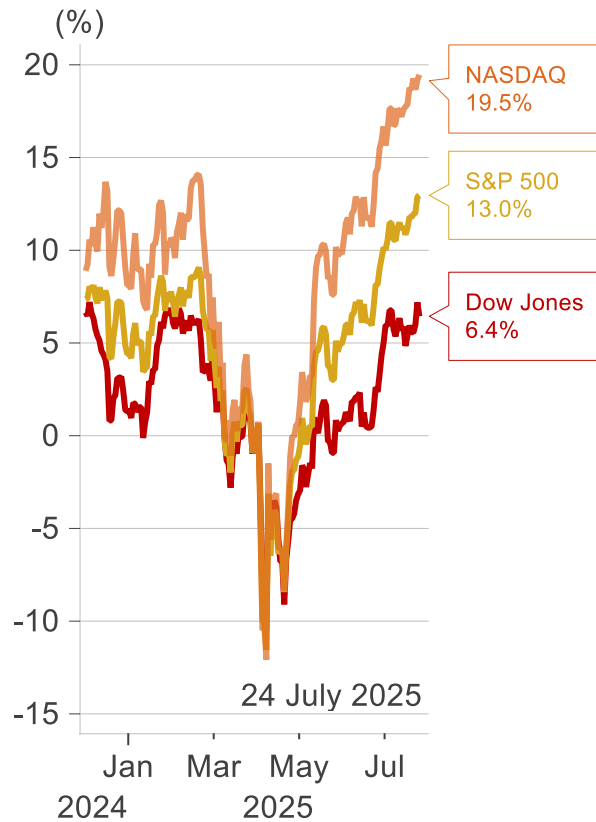
主要中央銀行 政策金利



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

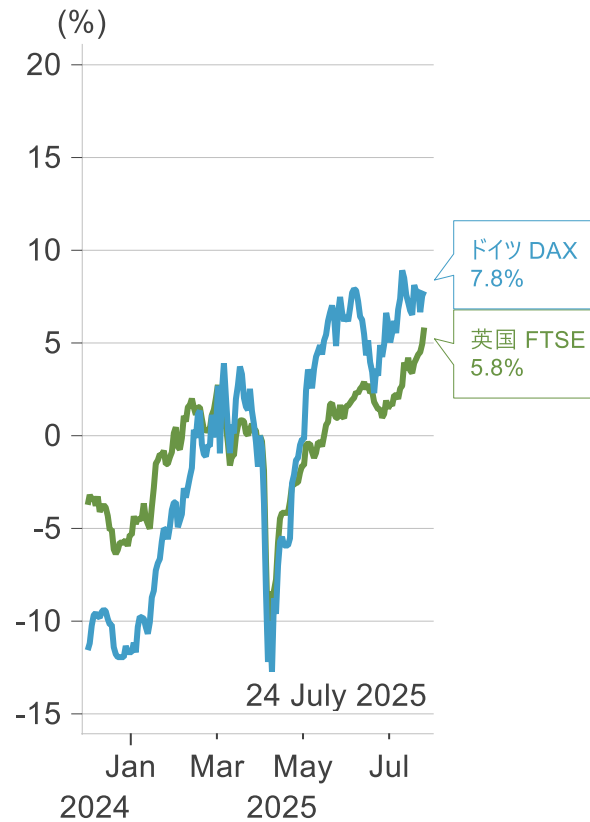
マーケットデータ③ 株式市場

米国



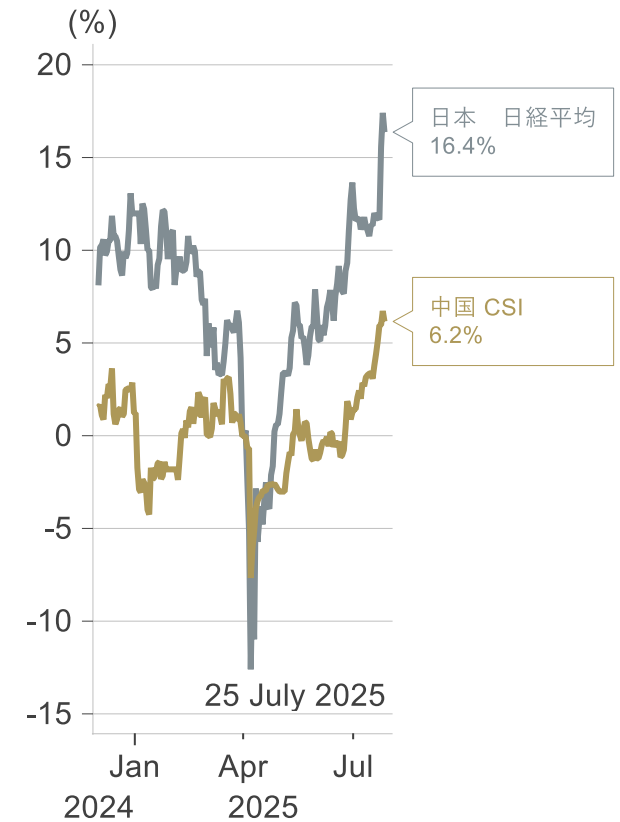
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

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）

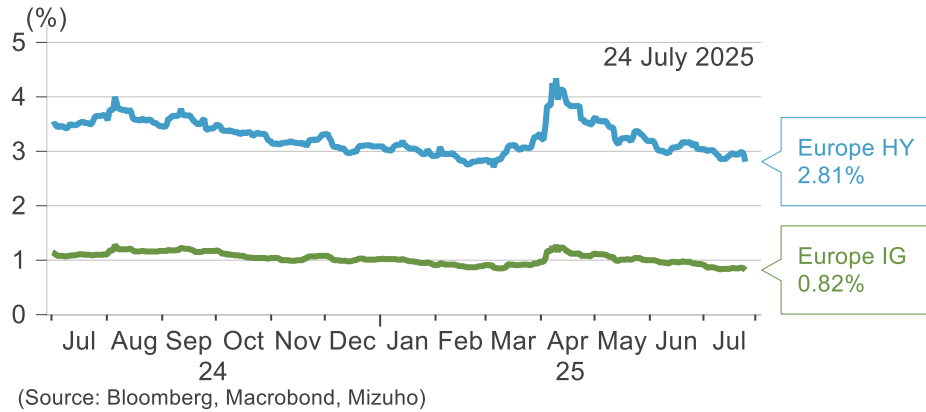
日本・中国



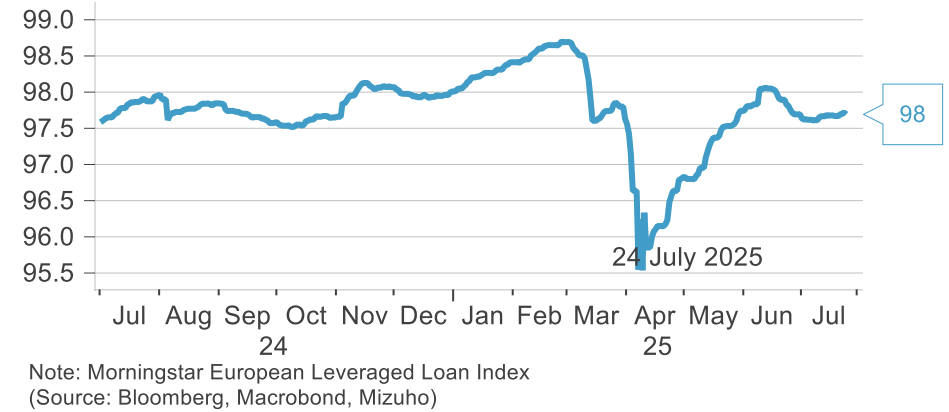
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

マーケットデータ④ クレジット市場

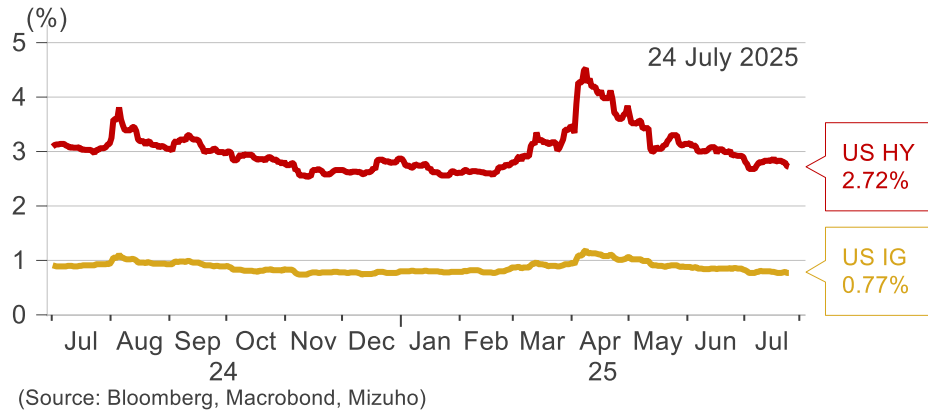
欧州 クレジットスプレッド



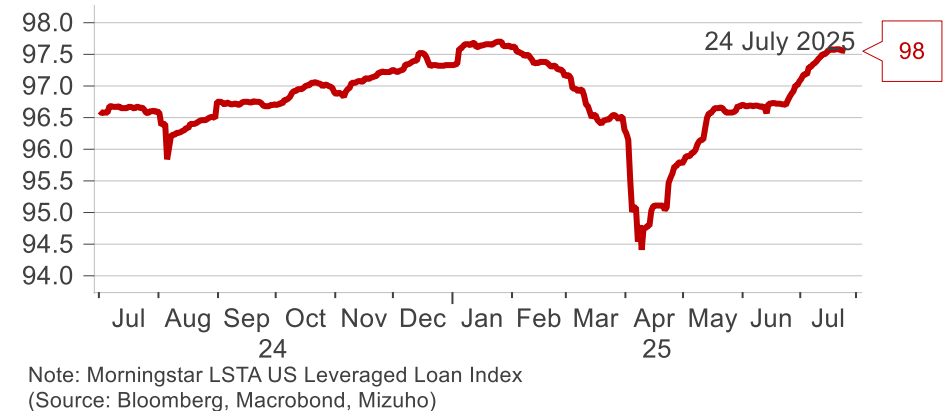
欧州 レバレッジドローン



米国 クレジットスプレッド

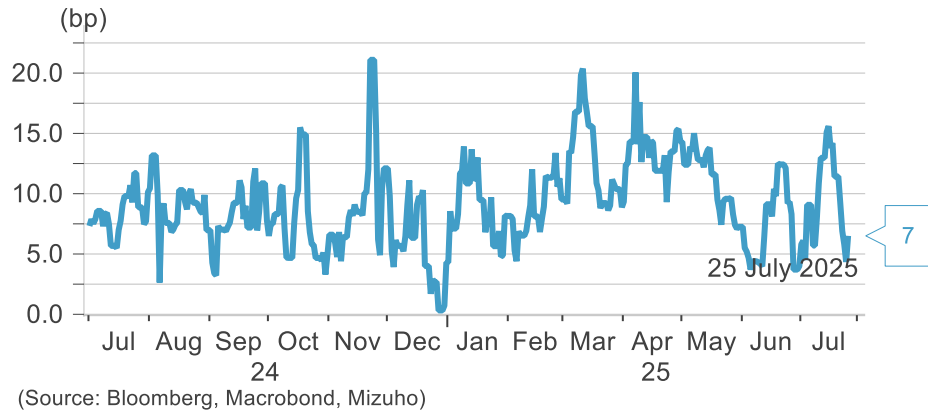


米国 レバレッジドローン

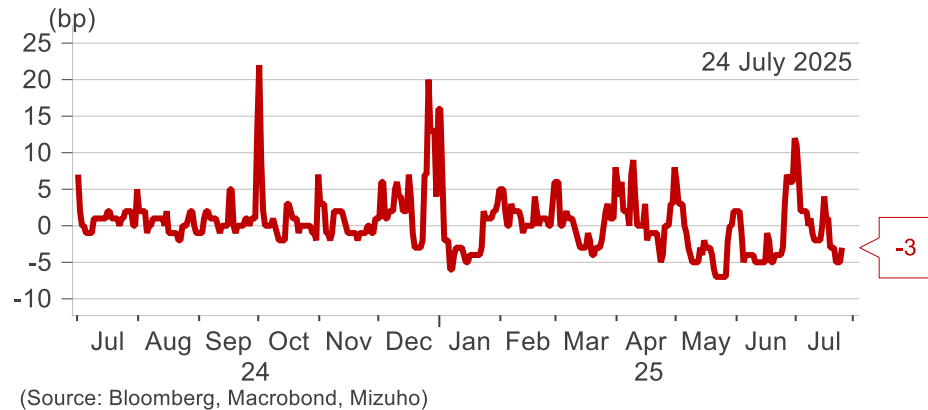


マーケットデータ⑤ 流動性、ドル調達環境

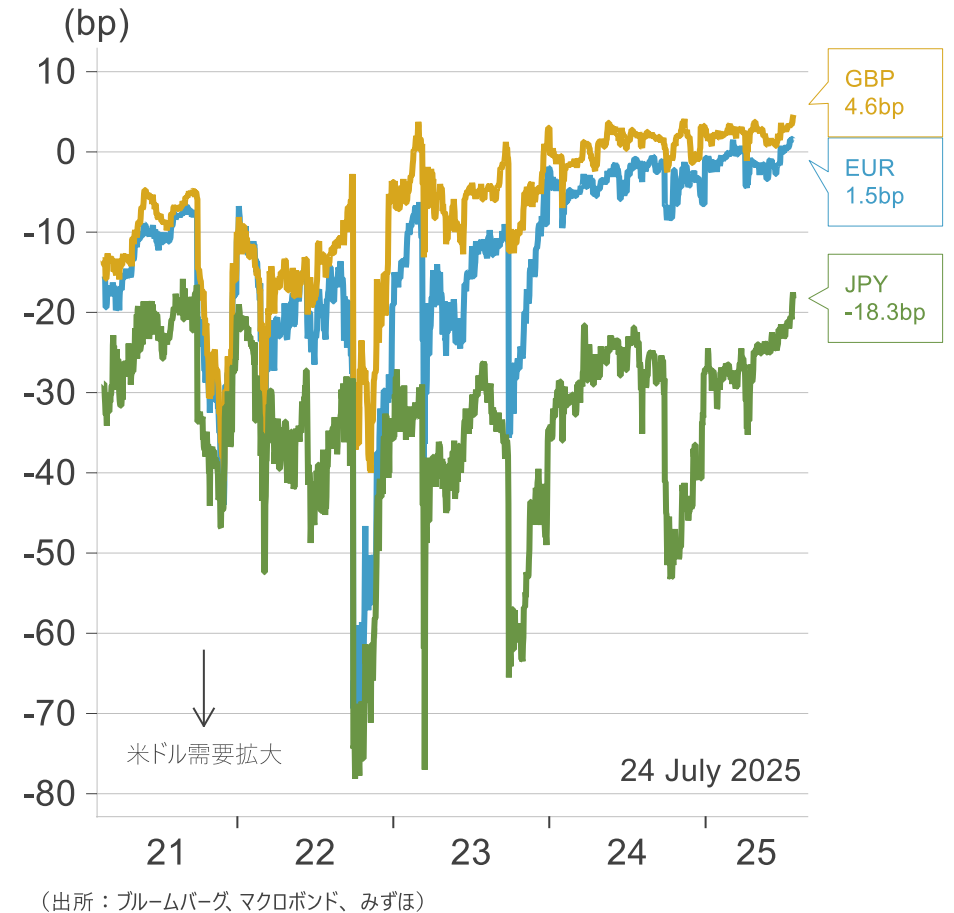
欧州 Euribor-OIS



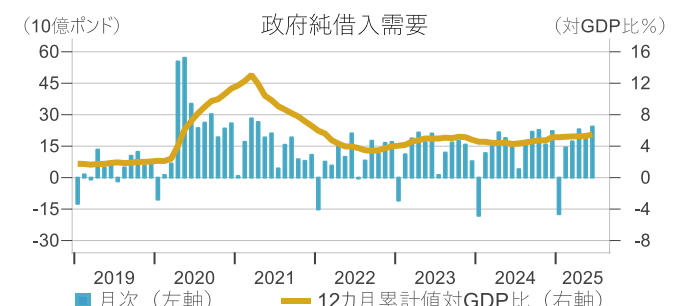
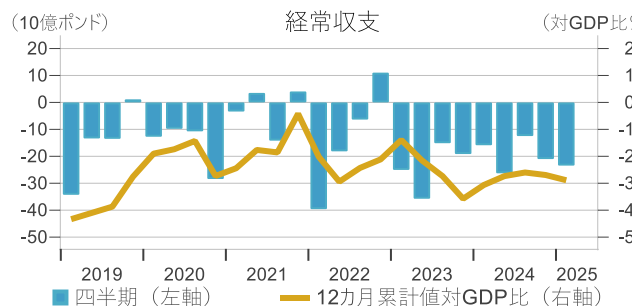
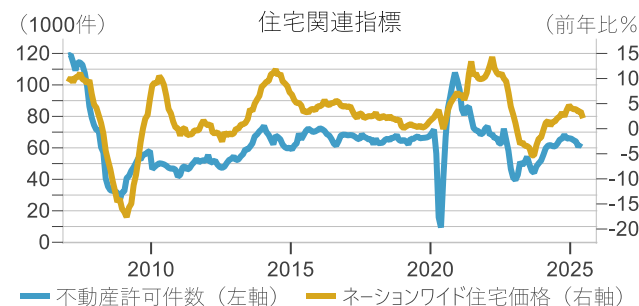
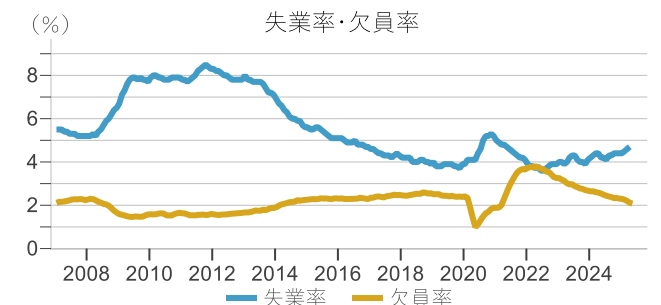
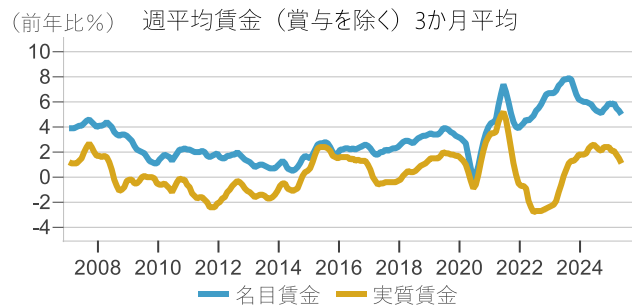
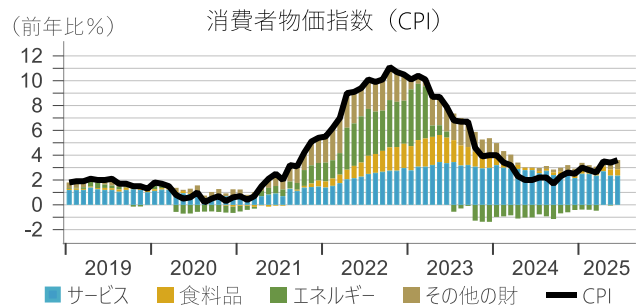
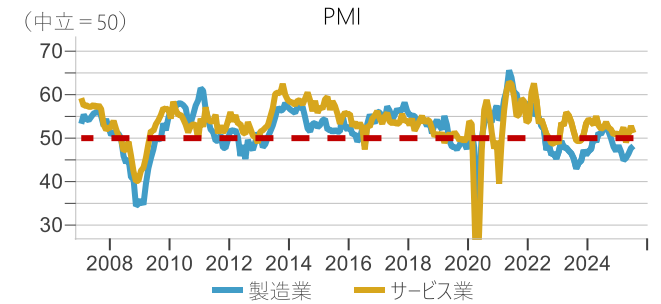
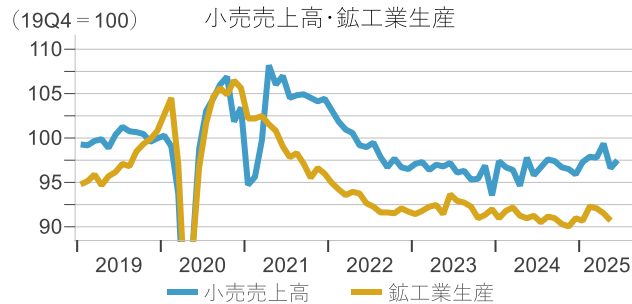
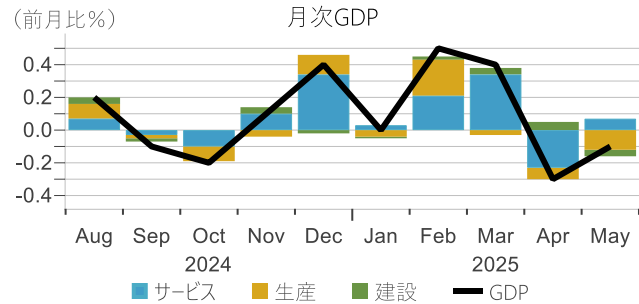
米国 SOFR-OIS



ユーロ、英ポンド、日本円 対ドル3か月ベースス

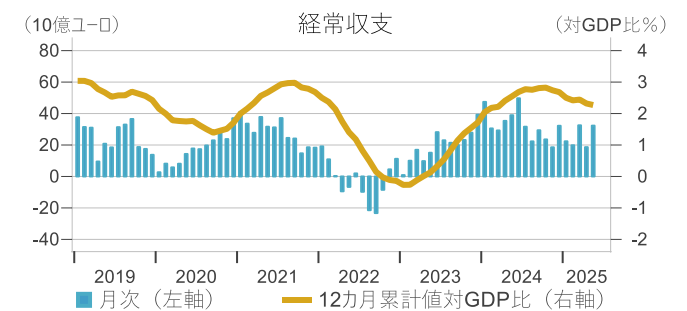
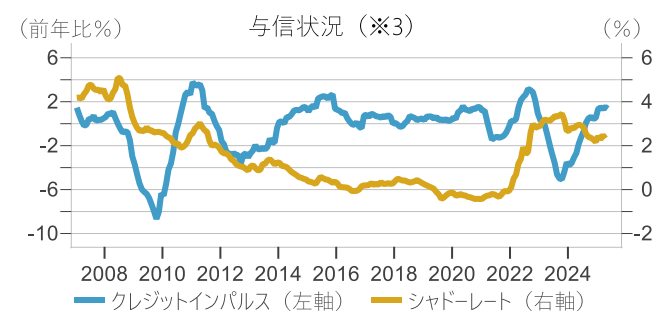
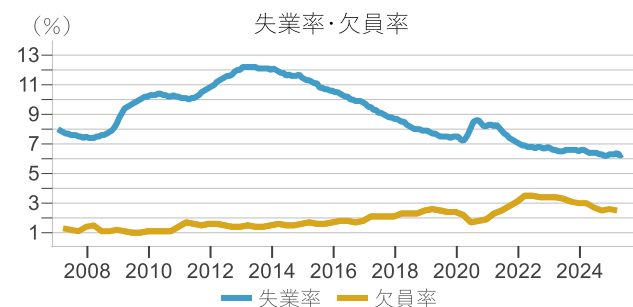
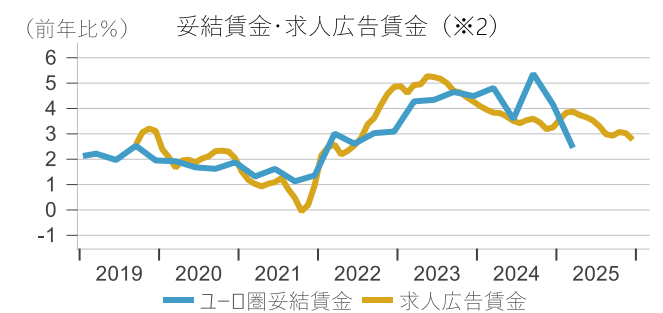
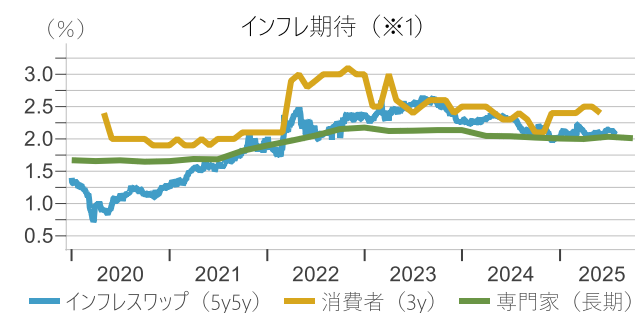
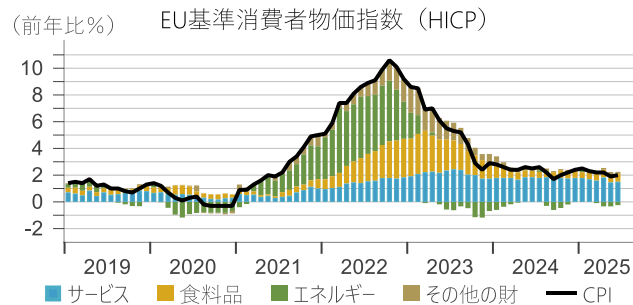
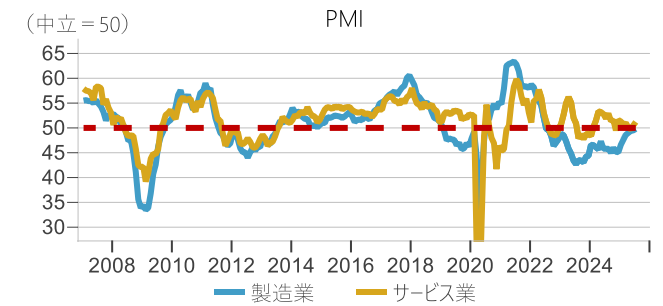
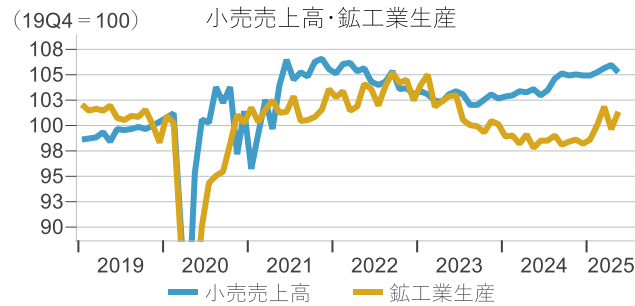
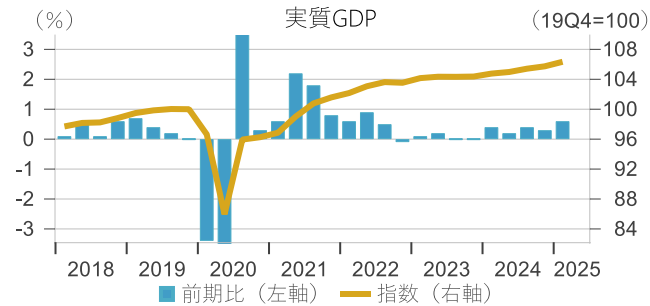


英国 主要経済指標



(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。

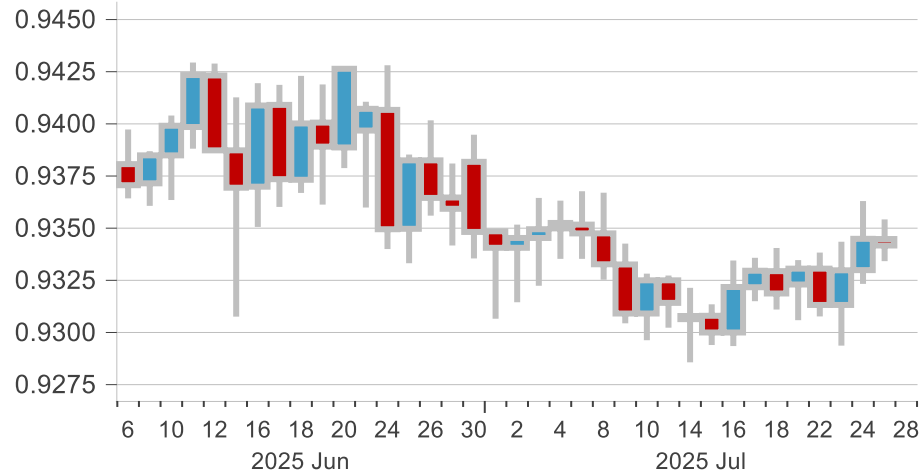
※2 求人広告賃金は、Indeed社が公表しているデータ。3か月平均をとったうえで、グラフでは6か月先行させている。

※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。

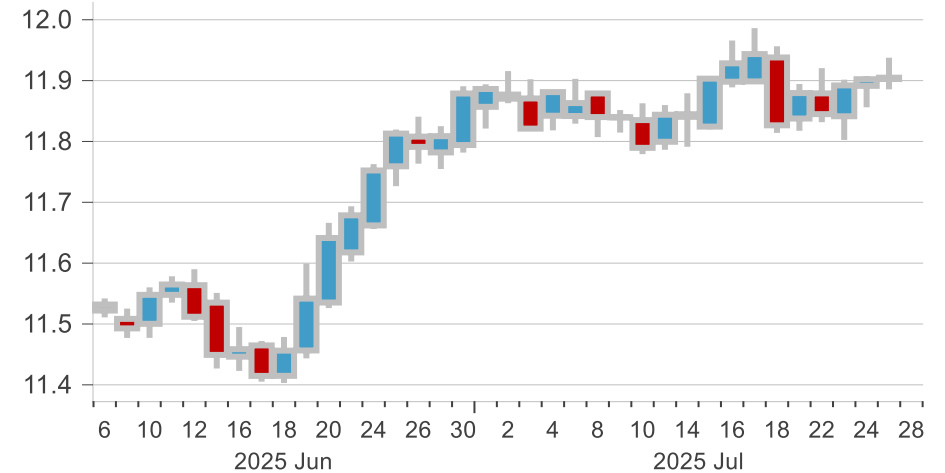
(出所：ユーロスタット、欧州中央銀行 (ECB)、Indeed、マクロボンド、みずほ)

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)



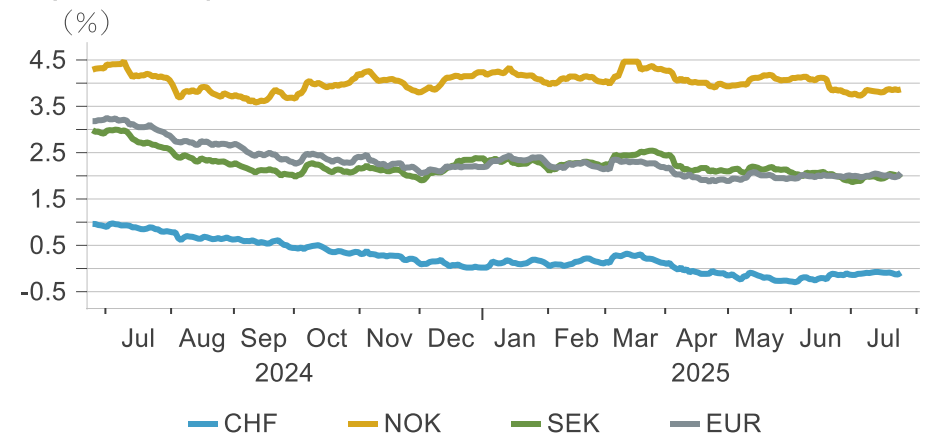
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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]@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.