

欧州G10通貨週報

2025年9月16日

みずほ銀行/みずほインターナショナル
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 経済	ロンドン地下鉄で9月5日から11日まで 大規模なストライキ が発生	70万の労働時間が失われたと報じられている。直近、規模の大きかった2023年3月のストライキでは約56万時間が失われたが、今回のストライキはそれを上回る規模に。
英国 金融政策	イングランド銀行(BOE) の9月18日の会合は、政策金利は4.00%で据え置かれる公算が大きい一方、 保有国債の削減額(QT) が焦点に。	BOEが25年8月に発表した市場参加者への調査では、BOEによる年間の保有国債削減額は、24年10月～25年9月の1,000億ポンドから25年10月～26年9月には720億ポンドへと減少するとの見方がコンセンサスに。もっとも、世界の債券市場の混乱を受けて、市場の目線はBOEが削減額をより抑制するという見方に傾いている可能性があり、市場への配慮が足りないと受け止められれば、英国債は再び不安定化する恐れがある。
ユーロ圏 金融政策	欧州中央銀行(ECB) は政策金利を2.0%で据え置き。(9月11日)	ラガルド総裁は「デイスインフレプロセスは終わった」と述べて利下げ局面の終了を示唆。スタッフ見通しではインフレ率が2027年に2.0%から1.9%へ下方修正されたが、総裁は重視しない姿勢を示した。フランス国債市場への支援否定も含めてサプライズは無く、市場の反応も限定的となった。

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
フランス 政治	フランスのマクロン大統領は、ルコルニュ国防相を新首相に任命。(9月9日)	前日に国民議会で信任案が否決され、バイル首相が辞任したことを受けたもの。過去2年足らずで5人目の首相となり、2026年度予算案の成立が喫緊の課題に。極右政党「国民連合(RN)」のルペン氏は、「マクロン主義の最後の一手」と批判し、総選挙の不可避性を示唆。社会党も新政権への参加を拒否し、不信任案提出の可能性を示している。9月10日には、フランス全土で「Bloquons tout(すべてを封鎖せよ)」というスローガンのもと、「反緊縮」「祝日削減反対」「政治の正統性への疑問」を掲げ20万人規模の抗議行動が発生。
フランス 経済	大手格付会社Fitchが フランス国債の格付け を「AA-」から「A+」に格下げ。(9月12日)	政府債務の増加、政治的二極化の進行、財政見通しへの懸念を理由に挙げた。週明け後、フランスとドイツの10年国債利回り差は、一時2.5bp拡大し81.5bpに。格下げリスクは意識されていたものの、Fitchが見送るという見方も根強かった。同日にS&PがAからA+に格上げしたスペイン国債とのスプレッドも拡大している。
ウクライナ 情勢	ロシアのドローンがポーランドの領空に複数回侵入し、ポーランド軍およびNATO戦闘機がこれを撃墜。(9月10日)	ポーランドのトウスク首相は、今回の事案を「NATOに対する大規模な挑発行為」と位置づけ、NATO条約第4条(安全保障に関する協議要請)を発動。NATO加盟国の領空内でロシア無人機が撃墜されたのは、2022年のウクライナ侵攻開始以来初めてであり、欧州の安全保障環境に大きな影響を与える可能性。

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
ウクライナ 情勢	米国はEUおよびG7諸国に対し、対ロシア制裁の強化を呼びかけ。(9月12日)	ロシア産原油への関税強化などを含む追加制裁を呼びかけ、制裁の抜け道となっている中国やインドなどへの圧力を強める方針を示す。これに対しEUは、ロシアとの石油取引禁止や「影の船団」関連企業への制裁を含む第19弾制裁案を協議中であり、日本も同日、外為法に基づきロシアおよび関係国への輸出禁止措置を強化し、原油価格上限を引き下げるなど連携を深めている。原油価格(ブレント先物)が1バレル65ドル台から68ドル台へと急騰。
スイス 金融政策	スイス国立銀行(SNB)は2025年9月25日の政策決定から、四半期ごとに「金融政策討議の要約」を公表する方針を発表。(9月10日)	これまで秘密主義的だったSNBの金融政策決定プロセスにおいて、画期的な透明性の向上策として受け止められている。なお、SNBの9月会合では主要中銀で初のマイナス金利再導入に踏み切る観測があり、同政策の導入の是非に関する議論が焦点となる。
ノルウェー 政治	ノルウェー総選挙(一院制、定数169)では、ストーレ首相率いる労働党を中心とする中道左派勢力が過半数を確保し、政権維持の見通しに。(9月8日)	ただし、政策スタンスの違いから連立内の調整は難航が予想される一方、右派ポピュリスト政党・進歩党が過去最多の48議席を獲得し、反移民・減税路線で存在感を強めている。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「ロンドン地下鉄ストライキ：不満の冬から半世紀で何が変わったのか」

先週はロンドン地下鉄で9月5日から11日まで大規模なストライキが発生、多くの人がバス通勤や自転車通勤を余儀なくされたほか、運営会社が異なるため動いていたエリザベスラインに乗客が殺到し、私も窮屈な思いをしながら通勤しました。なお、エリザベスラインはGTS Rail Operations Limited（Go-Ahead Group、東京メトロ、住友商事のJV）が2025年5月から運営を行っています。ロンドンの人は、こうしたストライキに寛容なのかと思っていたのですが、普通に怒っていたことが印象的でした。

たしかに、今回のストライキの主催者側は、賃金水準を維持したまま週35時間労働から32時間への短縮を求めており、Transport for London (TfL)も予算が厳しいなかでなかなか無理筋な要求なのではないかとも感じます。同時に、ストライキを主催する側の要求がかつての「賃金」から「時間」へとシフトしたのは、ワークライフバランスを重視する現在の潮流に沿っているようにも思います。

ストライキの影響を数量的に図る指標として、英国家統計局（ONS）が出している「Labour disputes; working days lost due to strike action」（ストライキによって失われた労働日数）があります。1931年から続く、歴史のある統計です。

2025年9月の1週間のストライキでは70万時間が失われたと報じられています。直近、規模の大きかった2023年3月のストライキでは約56万時間が失われたので、今回のストライキはそれを上回る規模だったといえます。

ただ、この統計をよりさかのぼると1980年以前の「労働組合主導の大規模ストライキ時代」はもっと凄まじい状況になっていたことがわかります。特に1979年9月は1,172万時間もの労働時間が失われました。これはオイルショックの影響でインフレが急上昇した時期に重なります。実質賃金が目減りし、労働者の不満が高まり、賃上げ要求が激化。政府の賃金抑制政策に対する反発もありました。この時期は「不満の冬」と呼ばれ、公共部門の労働者（清掃員、看護師、運転手など）が大規模なストライキを行っていました。

1979年5月に発足した保守党のサッチャー政権によって労働組合の権利が制限され、ストライキの要件が厳格化されたことや、民営化によって、公共部門の組合の影響が低下したことがその後のストライキの減少につながっています。

今回の1週間のデモは私自身、たいへんな思いをしたという印象があるのですが、当時と比較すれば、まだ大したことが無かったのかもしれない。サッチャーの新自由主義的な改革の功罪は今も議論的になりますが、当時の英国は労働組合が強すぎてそれこそにっちもさっちもいかない状況になっていたのだと思います。

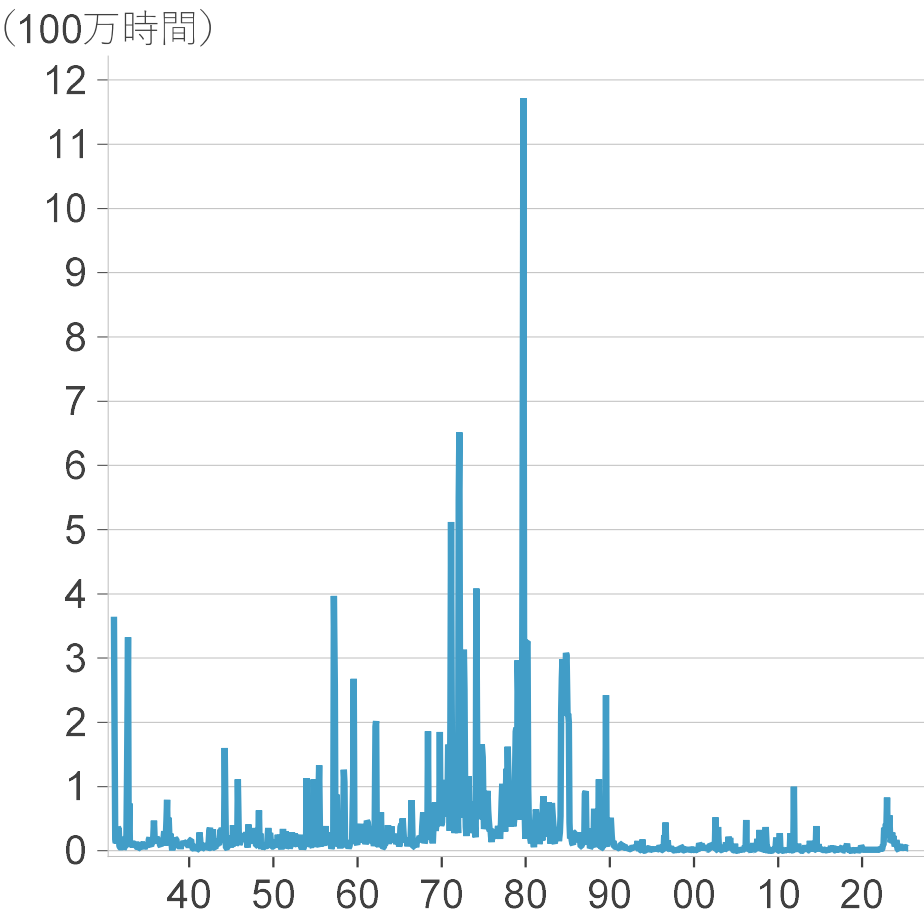
ロンドン地下鉄で9月5日から11日まで大規模なストライキが発生

英国ストライキの歴史

年代	出来事	ポイント
1842年	炭鉱・工場スト	チャーティスト運動の一環、政治権利要求。
1888年	マッチガールズ・スト	労働衛生問題、女性労働者の抗議。
1911-1914年	大動乱	鉄道・炭鉱などでスト頻発
1926年	ゼネラル・ストライキ	900万人参加、英国史上最大規模。
1978-1979年	不満の冬	公共部門中心、賃上げ要求。
1984-1985年	炭鉱スト	サッチャー政権と対立、労組弱体化の転機。
2016年	医師スト	医療制度改革に抗議。
2022-2023年	生活費危機スト	鉄道・郵便・医療など広範囲、インフレ背景。
2025年	鉄道スト	労働時間、健康管理などを要求。

(出所: 各種報道、みずほ)

英国 ストライキによって失われた労働日数



(出所: 英国家統計局、マクロボンド、みずほ)

2025年9月5日から11日までの1週間のストライキでは70万の労働時間が失われたと報じられている。直近、規模の大きかった2023年3月のストライキでは約56万時間が失われたが、今回のストライキはそれを上回る規模に。

イングランド銀行の9月18日の会合は、保有国債の削減額（QT）が焦点に。

BOEによる市場参加者サーベイ（2025年8月）

Question 3: Expectations for balance sheet and gilt yields

3a) At its September 2024 meeting the MPC voted to reduce the stock of UK government bonds held for monetary policy purposes by £100 billion over the following 12 months to September 2025, to a total of £558 billion. Please provide the annual reduction in the stock of gilts held in the Asset Purchase Facility, comprising both maturing gilts and gilt sales in initial purchase proceeds terms, that you see as most likely over the following annual review cycles (£ billions). (a)

	25th percentile	50th percentile	75th percentile	Number of responses
October 2025–September 2026	60	72	75	66
October 2026–September 2027	31	50	60	65
October 2027–September 2028	28	43	60	65
October 2028–September 2029	35	40	50	65

(a) Numbers in the above table are rounded to the nearest billion.

BOE 英国債保有額



（出所：ONS、マクロボンド、みずほ）

BOEが25年8月に発表した市場参加者への調査では、BOEによる年間の保有国債削減額は、24年10月～25年9月の1,000億ポンドから25年10月～26年9月には720億ポンドへと減少するとの見方がコンセンサスに。もっとも、世界の債券市場の混乱を受けて、市場の目線はBOEが削減額をより抑制するという見方に傾いている可能性があり、市場への配慮が足りないと受け止められれば、英国債は再び不安定化する恐れがある。

欧州中央銀行（ECB）は政策金利を2.0%で据え置き。（9月11日）

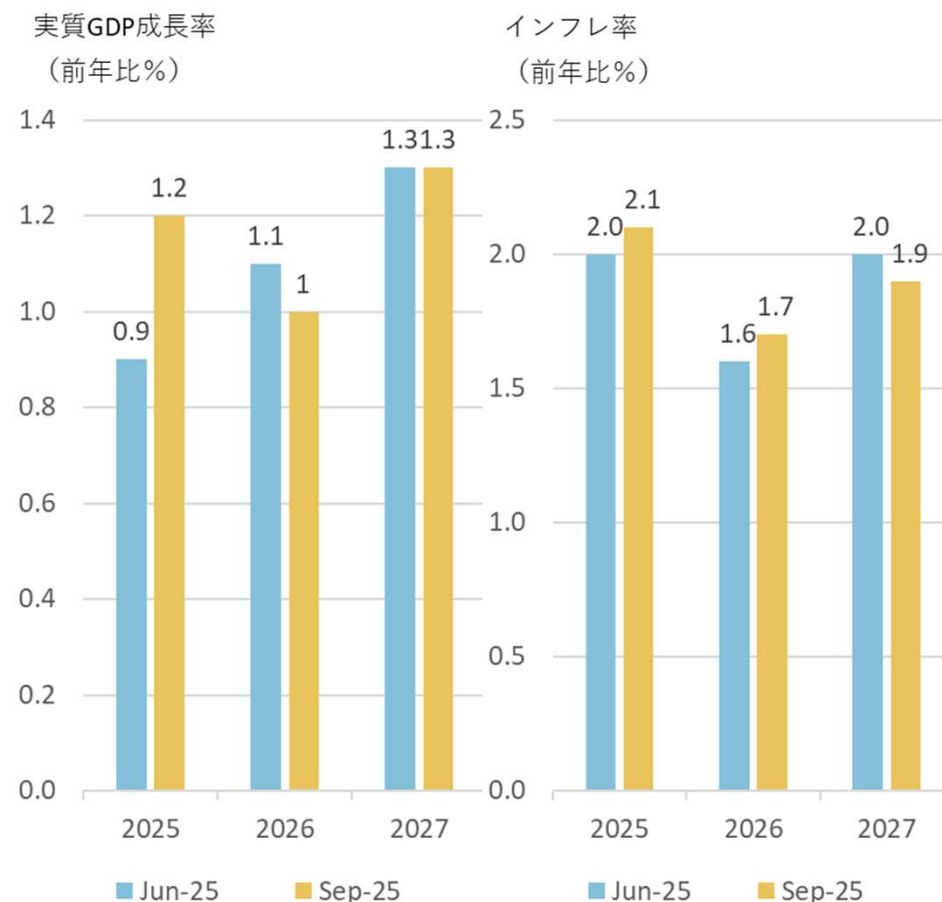
ECBの9月会合のポイント

基本は現状維持：主要政策金利を2会合連続で据え置き。ラガルド総裁は「デysinフレプロセスは終わった」と明言し、利下げ局面の終了を示唆。

スタッフ見通し：2025～2027年のユーロ圏消費者物価指数（HICP）は2.1%→1.7%→1.9%と、2027年は2.0%から下方修正となった。ユーロ高によるインフレ率押し下げが影響。ただし、ラガルド総裁はこのスタッフ見通し引き下げを重視しないとしている。

債券市場への配慮：政治情勢の混乱から不安定な展開が続いているフランス国債市場へのTPI（伝達保護措置）発動は現状不要と判断。

ECBのスタッフ見通し



（出所：ECB、みずほ）

ラガルド総裁は「デysinフレプロセスは終わった」と述べて利下げ局面の終了を示唆。スタッフ見通しではインフレ率が2027年に2.0%から1.9%へ下方修正されたが、総裁は重視しない姿勢を示した。フランス国債市場への支援否定も含めてサプライズは無く、市場の反応も限定的となった。

大手格付会社Fitchがフランス国債の格付けを「AA－」から「A＋」に格下げ。（9月12日）

ユーロ圏主要4か国 格付け比較

	Moody's	S&P	Fitch
ドイツ	Aaa	AAA	AAA
フランス	Aa3	AA-	AA- → A+
スペイン	Baa1	A → A+	A-
イタリア	Baa3	BBB+	BBB

注：2025年9月12日時点。赤字は9月12日に格付けの変更があったもの。これらの格付けは日本では無登録格付けとなる。

出所：ブルームバーグ、みずほ

今後のフランス国債に関する格付けレビュー予定

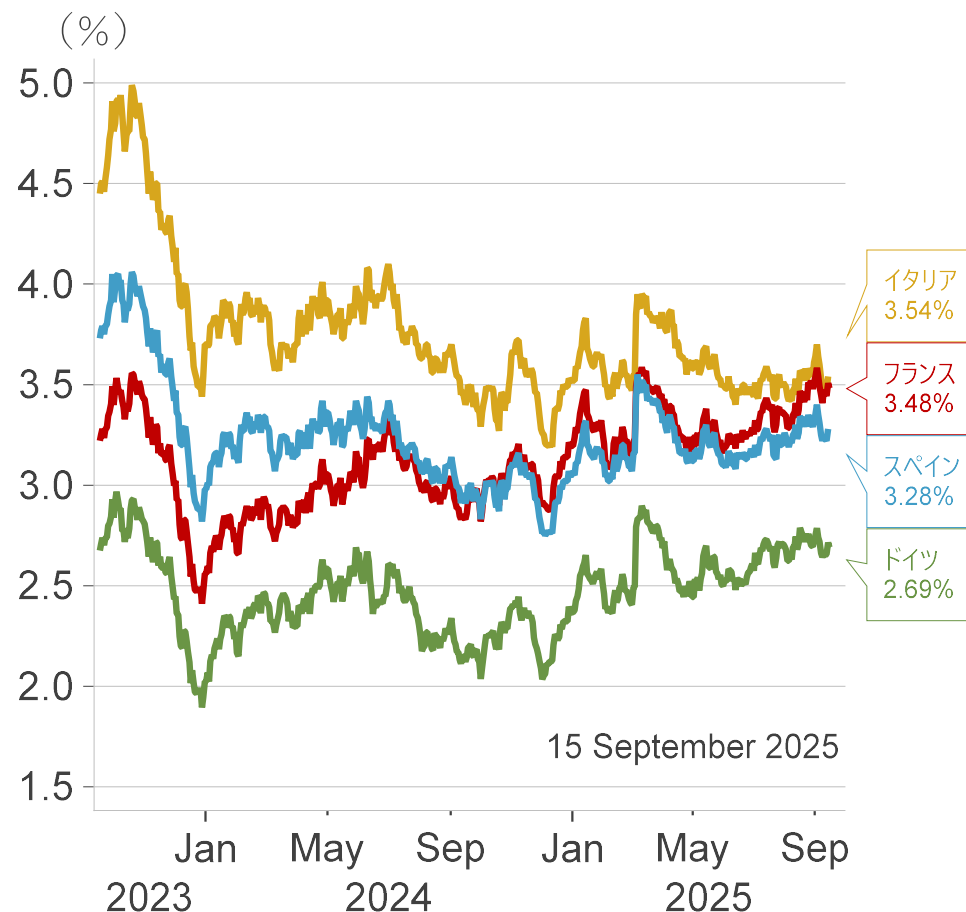
~~Fitch(AA－、見通し：ネガティブ)： 2025年9月12日~~

→A+(見通し：安定的)に格下げ。

Moody's(Aa3、見通し：安定的)： 2025年10月24日

S&P(AA－、見通し：ネガティブ)： 2025年11月28日

ユーロ圏主要4か国 10年国債利回り



(出所：ブルームバーグ マクロボンド、みずほ)

政府債務の増加、政治的二極化の進行、財政見通しへの懸念を理由に挙げた。週明け後、フランスとドイツの10年国債利回り差は、一時2.5bp拡大し81.5bpに。格下げリスクは意識されていたものの、Fitchが見送るという見方も根強かった。同日にS&PがAからA＋に格上げしたスペイン国債とのスプレッドも拡大している。

欧州G10通貨中期見通し（2025年8月29日時点）

	Spot	2025 Sep	Dec	2026 Mar	Jun	Sep
VS USD						
EUR/USD	1.17	1.16	1.18	1.18	1.16	1.15
GBP/USD	1.35	1.35	1.37	1.37	1.38	1.38
USD/CHF	0.80	0.82	0.81	0.81	0.83	0.84
USD/NOK	10.1	10.1	9.8	9.7	9.8	9.8
USD/SEK	9.5	9.4	9.2	9.2	9.2	9.2
VS EUR						
EUR/GBP	0.87	0.86	0.86	0.86	0.84	0.83
EUR/CHF	0.94	0.95	0.95	0.96	0.96	0.97
EUR/NOK	11.74	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	171.8	171	172	171	171	171
GBP/JPY	198.1	198	200	199	203	206
CHF/JPY	183.5	179	181	178	178	177
NOK/JPY	14.6	14.6	14.9	14.9	15.0	15.2
SEK/JPY	15.5	15.6	15.8	15.8	15.9	16.2
USD/JPY	147.2	147	146	145	147	149

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8月29日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2025年8月29日時点

英ポンド

史上初のBOE「再投票」のタカ派サプライズ

・8月の英ポンドは、7日のイングランド銀行(BOE)のタカ派サプライズを受けて一時的に反発する場面もあったが、1か月を通してみれば方向感に乏しい展開となった。BOEは政策金利を4.25%から4.00%へ25bp引き下げたが、初の「再投票」が行われた。初回投票では「据え置き」4票、「25bp利下げ」4票、「50bp利下げ」1票(テイラー)という分裂状態となり、テイラー氏が25bp案に切り替えることで最終的に5対4で利下げが決定された。事前予想では、利下げ支持が圧倒的と見られていたためにこの票割れは大きなタカ派的サプライズとなった。BOEの経済見通し改定もタカ派的な内容となった。2025年のGDP成長率は従来の1.0%から1.25%へと上方修正され、インフレ率(CPI)も2025年9月に4%でピークをつけるという見通しとなり、従来予測の3.7%から引き上げられた。さらに、2026年のCPIは2.0%から2.5%、2027年は1.75%から2.0%へと上方修正されており、インフレの目標達成がより遅れる見通しが示されている。声明文では、インフレ見通しのリスクが「5月時点よりやや上向き」とされ、従来の「二方向」からインフレ方向に傾いたと明記された。

BOEは景気減速懸念と、インフレ高止まりのリスクの間で微妙なかじ取りを迫られている。2025年4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%と市場予想及びBOE予想の同+0.1%を上回ったが、需要項目別データを見る限り押し上げはもっぱら政府支出増によるものであり、見た目ほどには強くない内容である。一方、7月CPIは前年同月比+3.8%と6月の同+3.6%から予想外の加速となった。食料及び非アルコール飲料の価格の伸びは前年比+4.9%と6月の同+4.5%から急加速。とりわけ牛肉は前年比+24%と急騰、コーヒーやバター、チョコレートといった生活必需品の価格上昇率も20%に近い。インフレ期待に非常に重大な影響を及ぼしかねない食料品価格の高騰は、BOEにとって重大な懸念材料となる。

このように、BOEの政策金利の高止まりは多分に「悪い」高金利の側面も強いが、それでも米FRBの利下げ再開が規定路線となりつつあるなかでは、ポンド相場にとって一定のサポート要因となる公算が大きい。

ユーロ

ECBとFRBの金融政策の方向性の乖離が、ユーロドル相場の支えに。グローバル資金のユーロ圏への流入の兆しも。

・8月のユーロ相場は小幅に上昇した。端的には利下げ停止が既定路線となりつつあるECBと利下げ再開が既定路線となりつつあるFRBの差がそのままユーロドル相場に反映されている状況である。もっとも、各種経済統計を見る限り、域内の経済・金融情勢が盤石というわけではない。予測期間中、断続的にECBによる利下げ再開の必要性が意識され、ユーロ売りが強まる展開にも警戒を怠るべきではない。とはいえ、長期的には「ドル離れ」を念頭に置いた「グローバルな資金ローテーション」という壮大なテーマによってユーロ相場が支えられそうな雰囲気はある。関連統計を見る限り、「ユーロ圏→米国」の投資が巻き戻されていることに加え、「主要国→ユーロ圏」というユーロ圏にとっては新規資金も流入している可能性もある。ユーロ相場が底割れする展開まで想定する必要はないだろう。なお、外交面では米国をNATOやウクライナ戦争に関与させようという欧州外交が今のところ奏功しており、この種の材料を受けてユーロ相場が支えられている雰囲気もある。経済・金融情勢だけではなく、地政学リスクの読み方もユーロ相場の展望には重要な要素となる。。

注：ユーロの見通しの概要は「みずほ中期為替相場見通し」（2025年8月29日発行）より抜粋。

スイスフラン

SNBは9月にマイナス金利を再導入する最初の中央銀行となる可能性

- スイスフランは8月に振れ幅の大きい展開となった。8月1日にトランプ米大統領がスイスからの輸入品に対して39%という高関税を課すことを発表したことを受けて、月初から中旬にかけてフランは対ユーロで約1.5%下落、その後、月末にかけては下落率は0.7%前後まで縮小したが、高関税撤回に向けた打開策はなお描けていない。8月5日から6日にかけてケラズッター大統領が米国を訪問し、ルビオ国務長官らと交渉を行ったが、トランプ大統領との面会の実現せず、打開策は見いだせないまま帰国することとなった。スイスの対米輸出は全体の約12%程度にとどまり、時計や精密機器など代替の効かない高級品が多いため、米国の高関税によってスイスの巨額の貿易黒字が大幅に減少する可能性は限定的とみられるが、それでも米関税がスイス経済に対して重大なリスク要因であることには違いはないだろう。こうした中、SNBは9月25日に金融政策決定会合を控える。SNBは6月に政策金利を0%まで引き下げたが、経済を巡る不透明感を考慮すれば、マイナス金利再導入の可能性は高まっているとみられる。巨額の貿易黒字などフラン高のファンダメンタルズが根本的に変わったわけではないものの、当面はややフラン安方向に振れる可能性が高まっているとみられる。

ノルウェークローネ

ノルウェー中銀は年内利下げの方針を再度表明

- ノルウェークローネは8月に振れ幅の大きい展開となった。8月29日時点で月間の対ユーロ騰落率は+0.3%と3か月ぶりに反発する見通しだが、ノルウェー中央銀行による6月の予想外の利下げ開始後の失地分を取り戻す状況にはいたっていない。同中銀の金融緩和観測は、先行きもクローネの上値を抑えるものとなりそうだ。同中銀は14日、政策金利を4.25%で据え置く一方、年内の追加緩和方針を改めて示した。OIS市場では8月末時点で、9月会合での25bpの追加利下げが約8割の確率で織り込まれている。

スウェーデンクローナ

リクスバンクは年内追加利下げもありうると示唆も、市場は懐疑的に

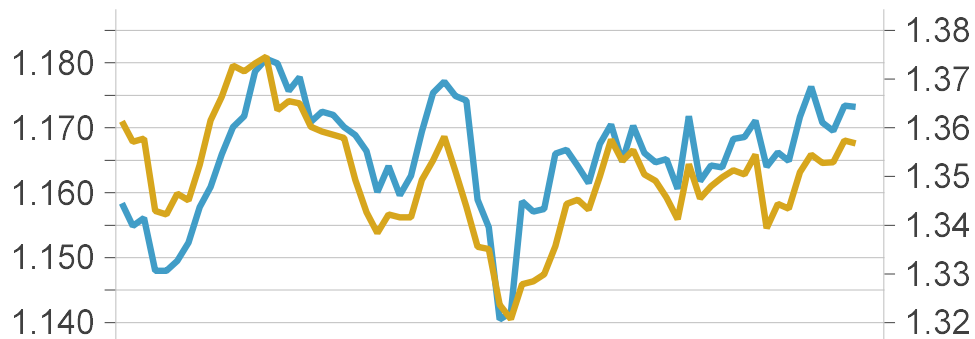
- スウェーデンクローナは8月に対ユーロで約1%反発し、G10通貨の中では最良のパフォーマンスとなった。背景にはスウェーデンの底堅い経済指標発表が続いていることを受けて、リクスバンク（中央銀行）の年内利下げの可能性への懐疑的な見方が広がりつつあることが背景にあるだろう。リクスバンクは8月20日に政策金利を2.00%と中立金利で維持し、声明文では25年9～12月の間に追加利下げもあり得るとの姿勢を残したものの、市場では9月会合での追加利下げの可能性は50%を下回る水準まで低下している。

マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

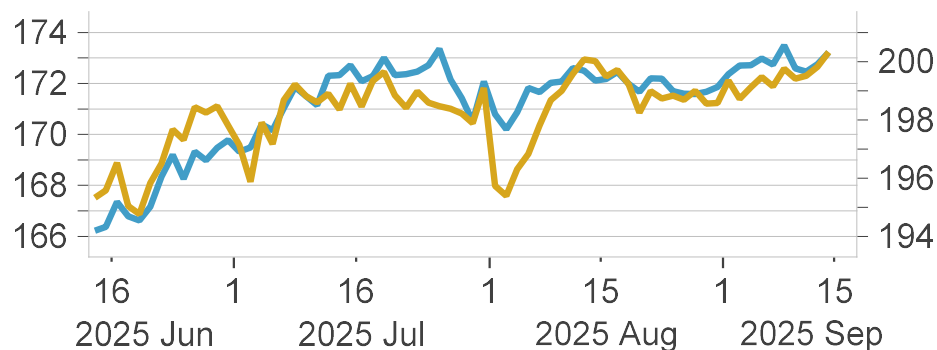
マーケットデータ① 為替市場

ユーロ、ポンドの対ドル、対円レート

【対ドルレート】



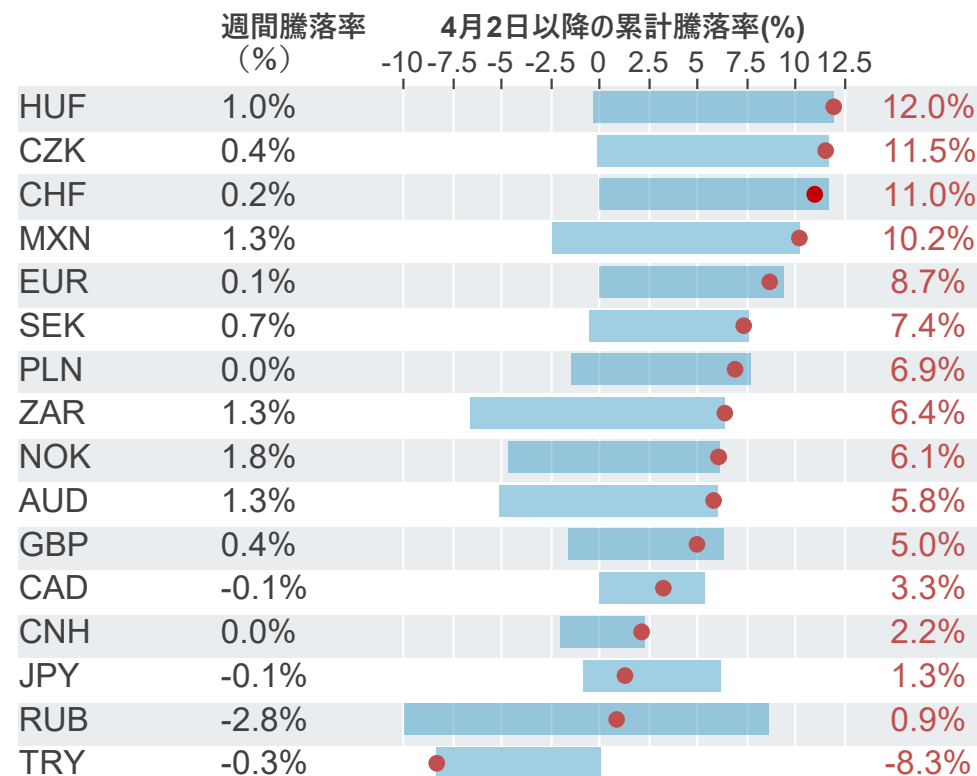
【対円レート】



— ユーロ (左軸) — 英ポンド (右軸)

Data as of 12 September 2025
(出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ)

4月2日の米相互関税発表後の各通貨の対ドルパフォーマンス

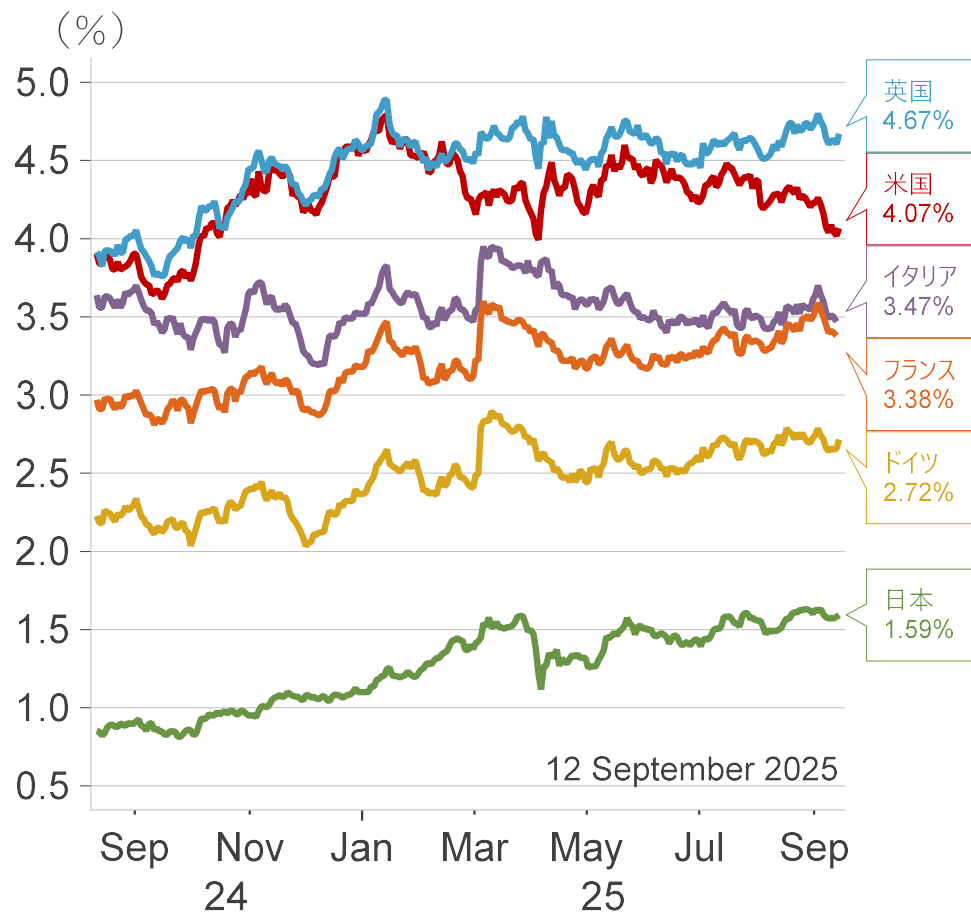


■ 4月2日以降の騰落率のレンジ ● 12 September 2025

(出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ)

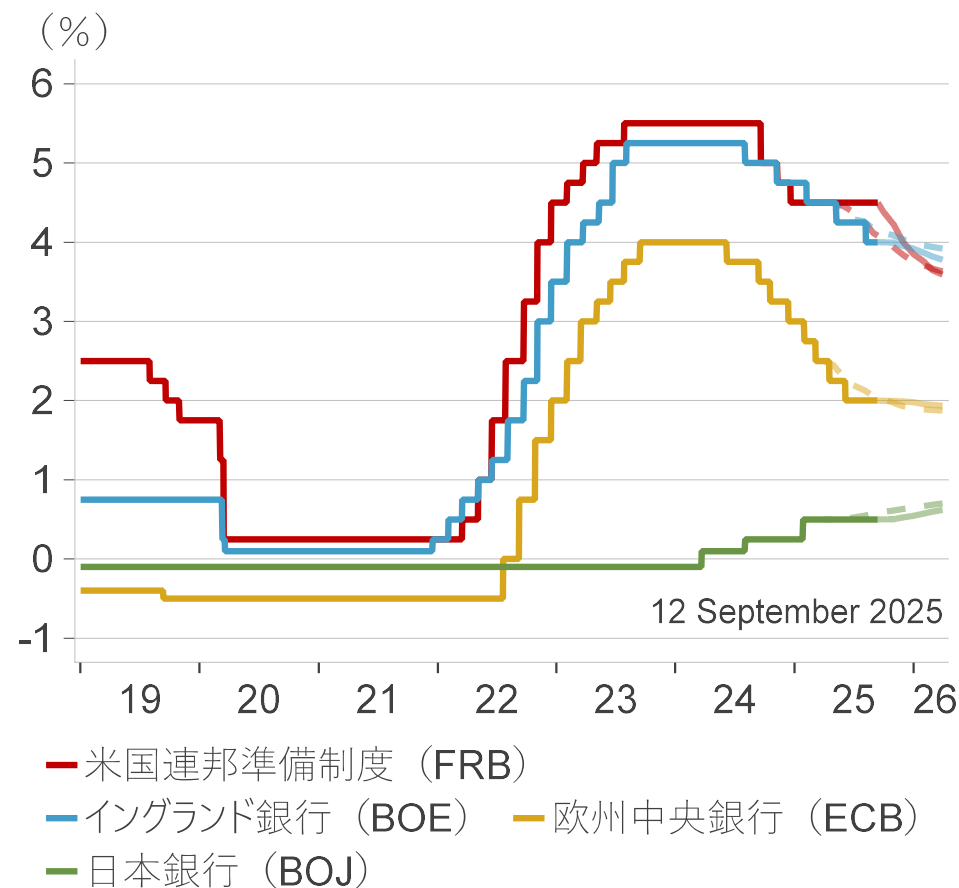
マーケットデータ② 10年国債利回り、各国政策金利

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

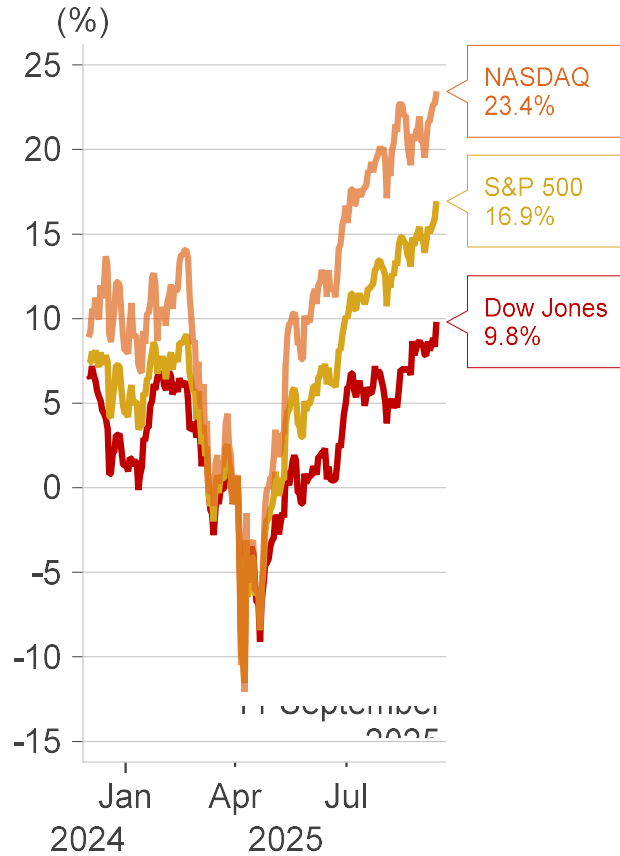


注：点線は2025年4月1日時点の市場の織り込み。

(出所：フルームバーグ マクロボンド、みずほ)

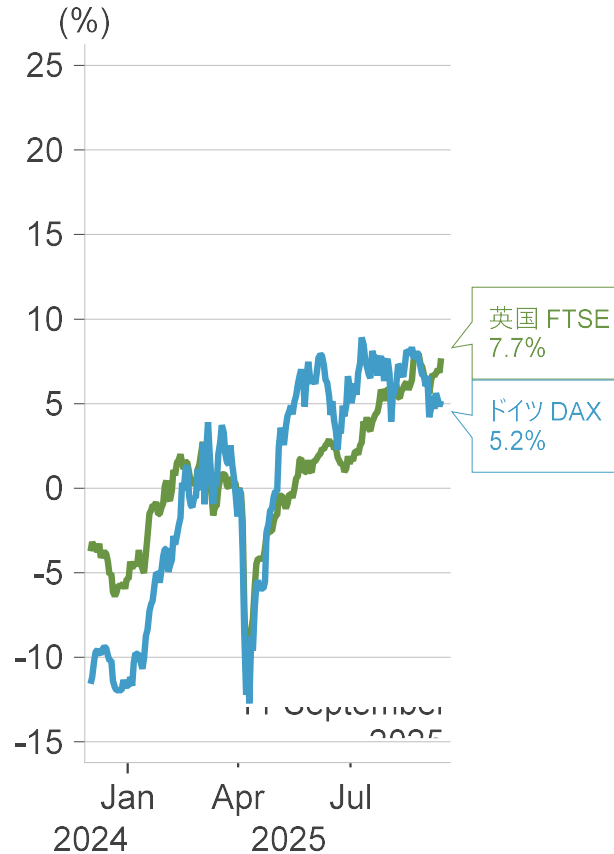
マーケットデータ③ 株式市場

米国



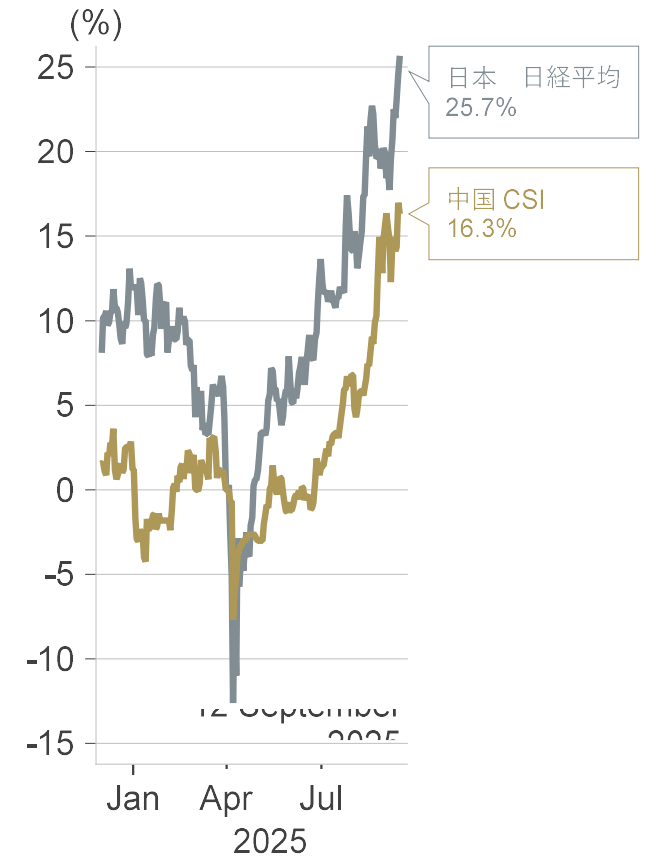
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

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）

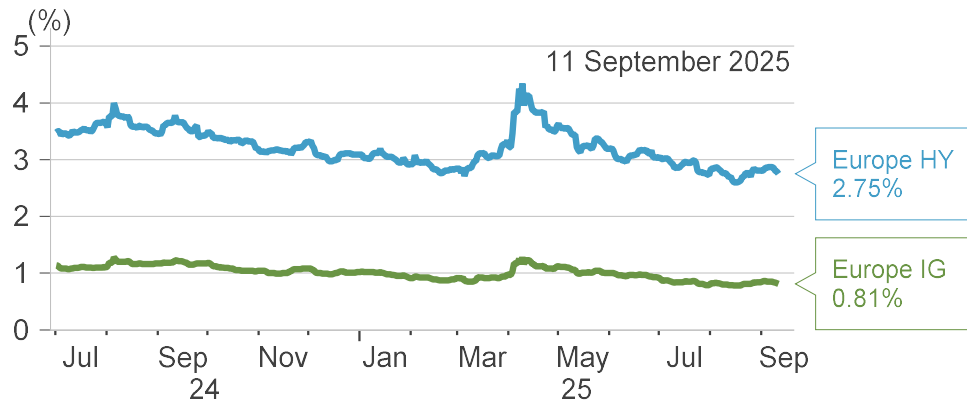
日本・中国



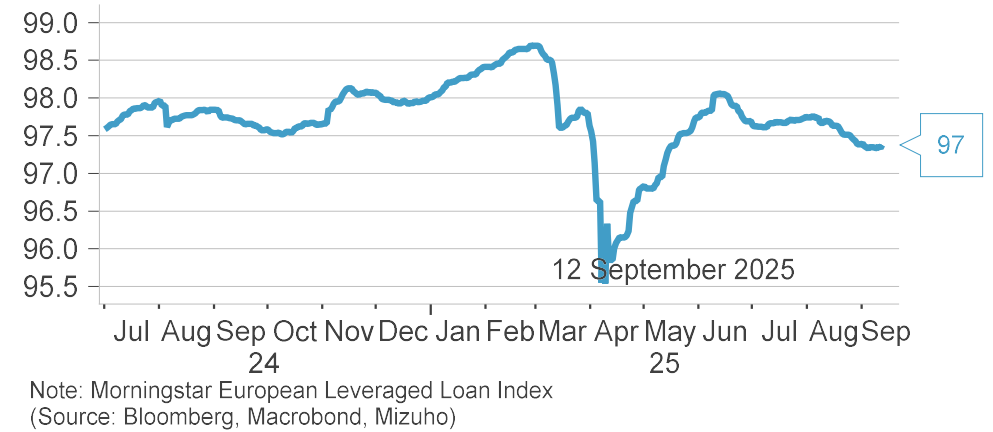
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

マーケットデータ④ クレジット市場

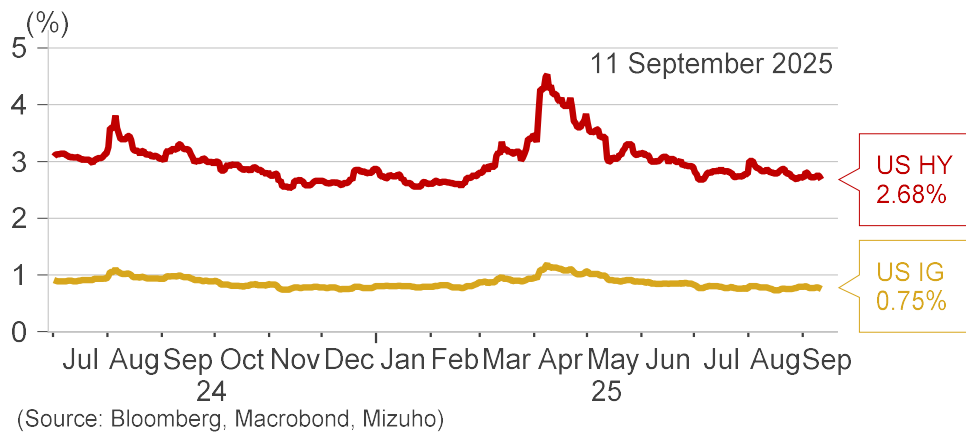
欧州 クレジットスプレッド



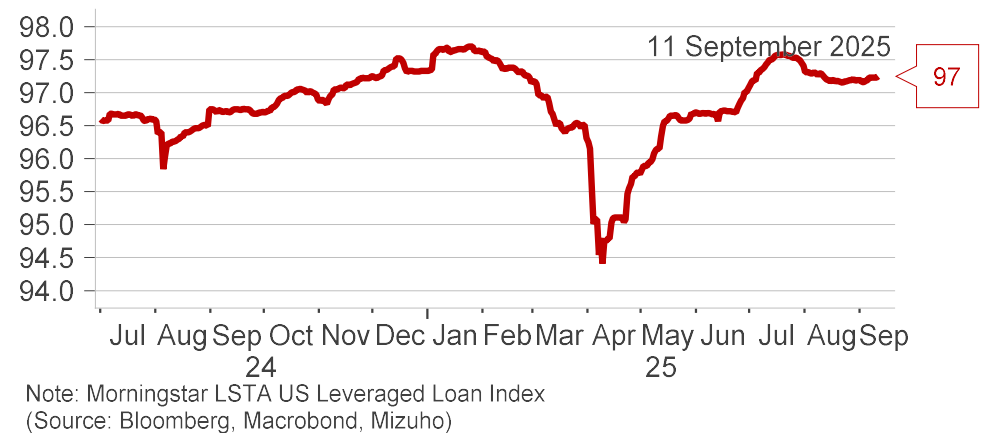
欧州 レバレッジドローン



米国 クレジットスプレッド

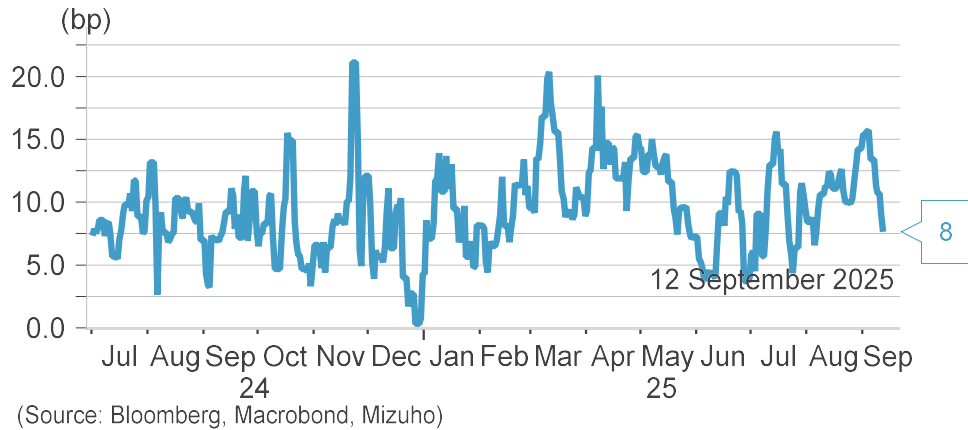


米国 レバレッジドローン

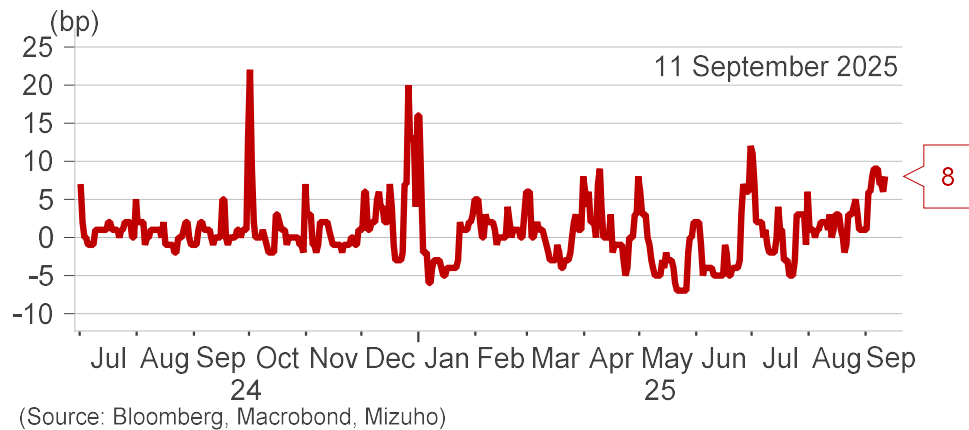


マーケットデータ⑤ 流動性、ドル調達環境

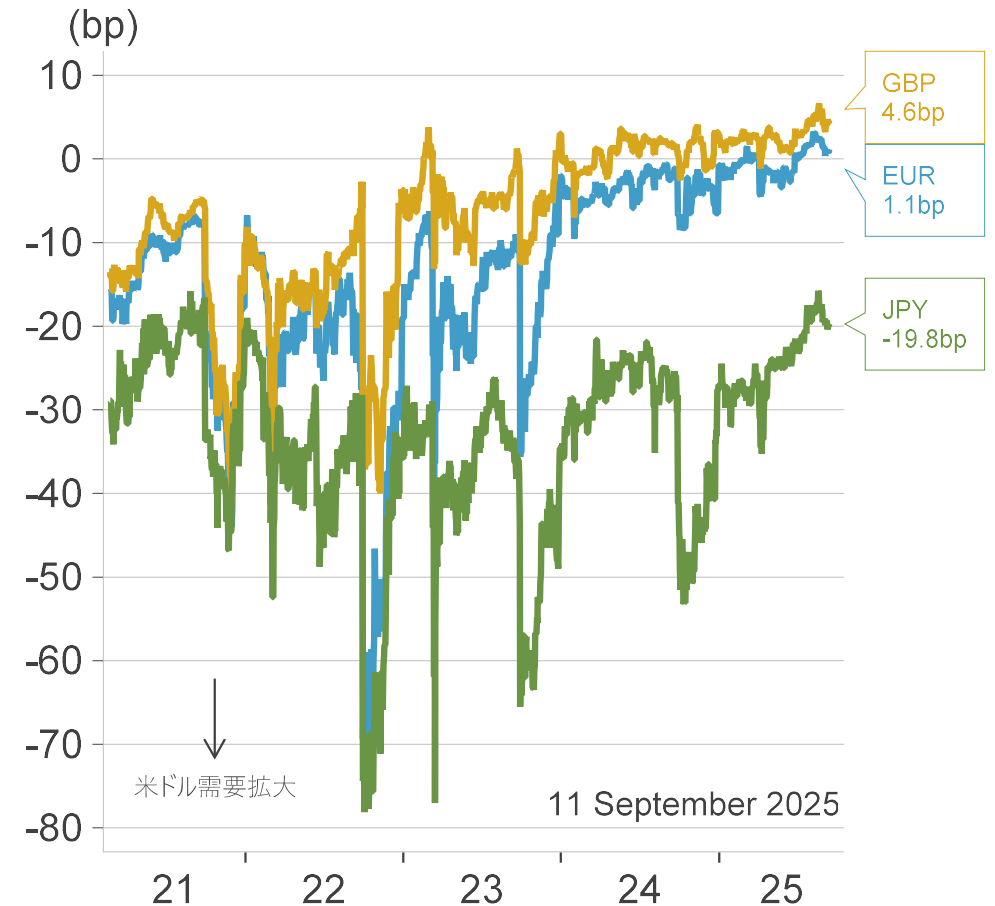
欧州 Euribor-OIS



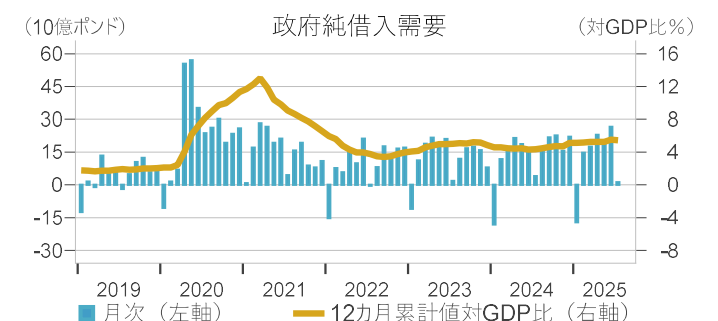
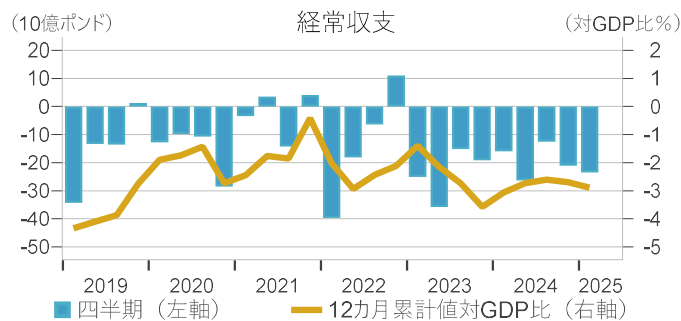
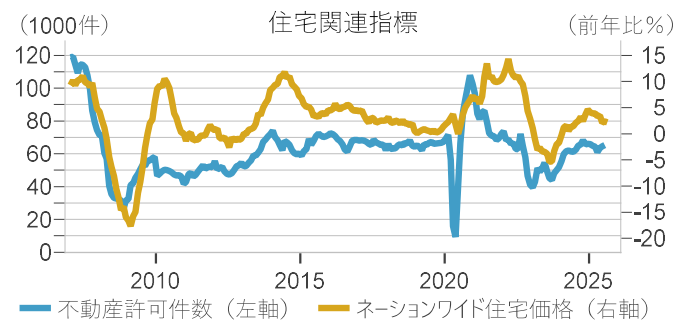
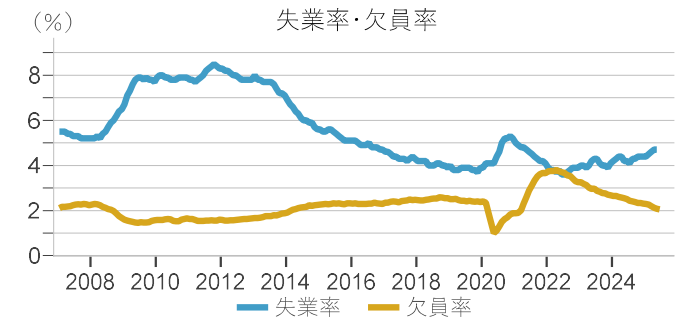
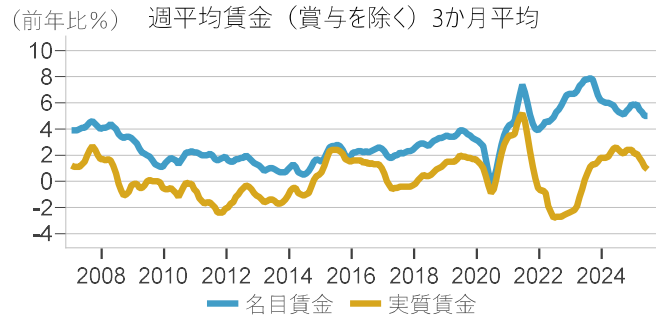
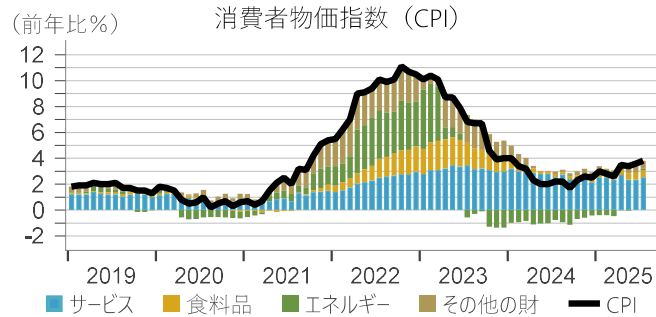
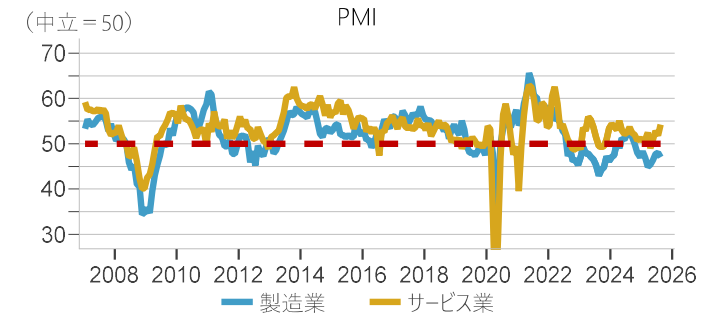
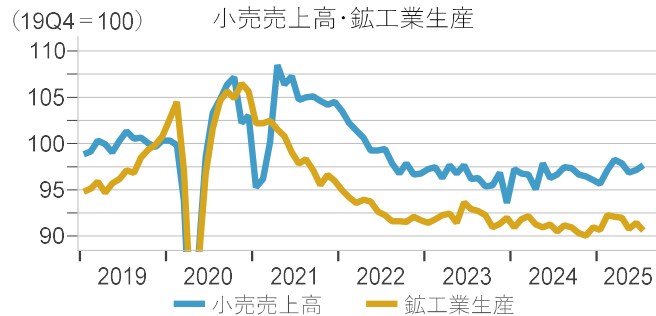
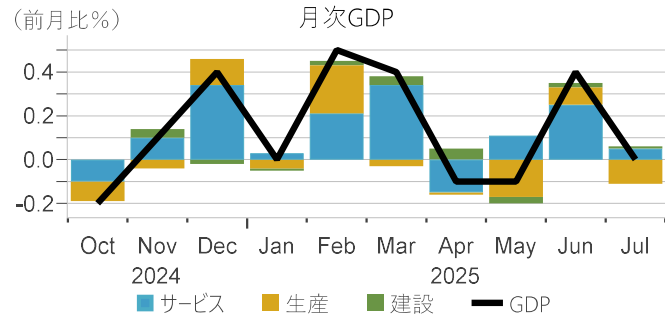
米国 SOFR-OIS



ユーロ、英ポンド、日本円 対ドル3か月ベースス

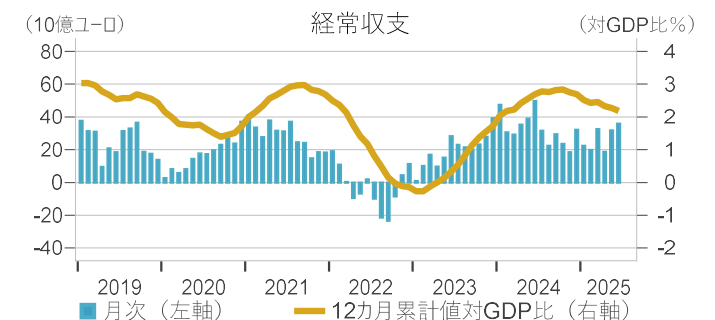
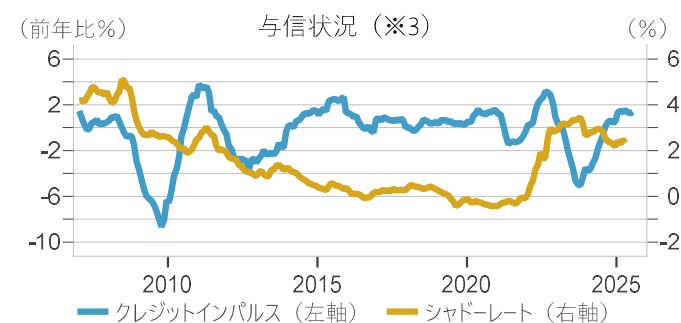
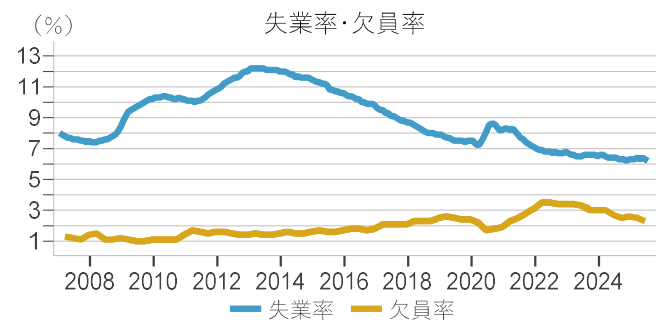
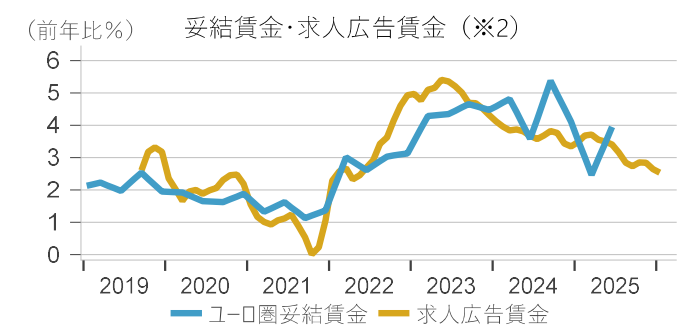
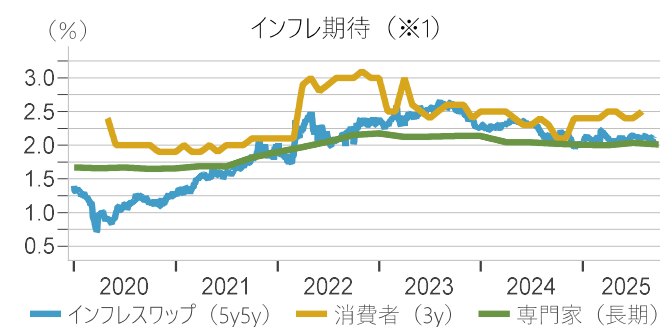
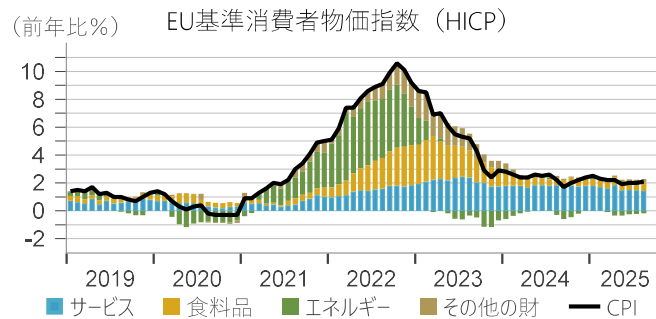
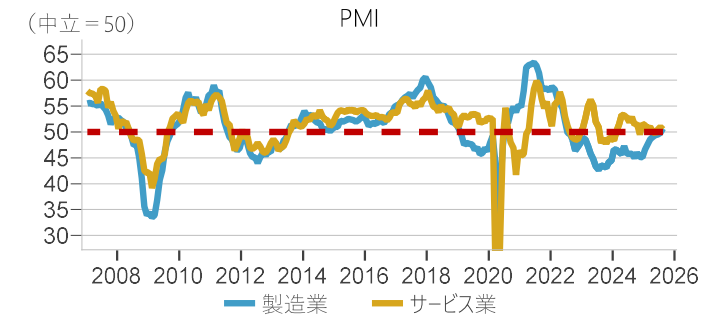
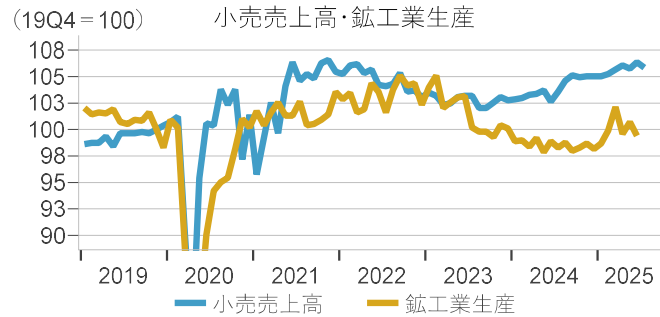
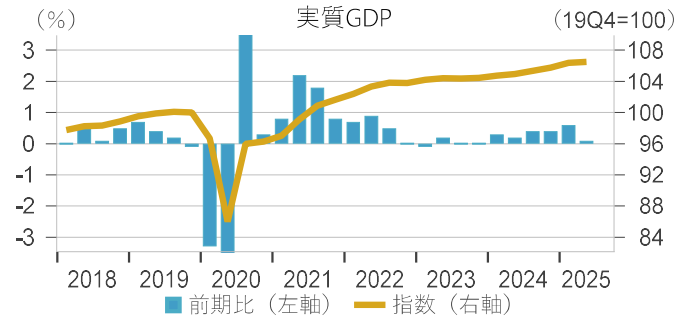


英国 主要経済指標



(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

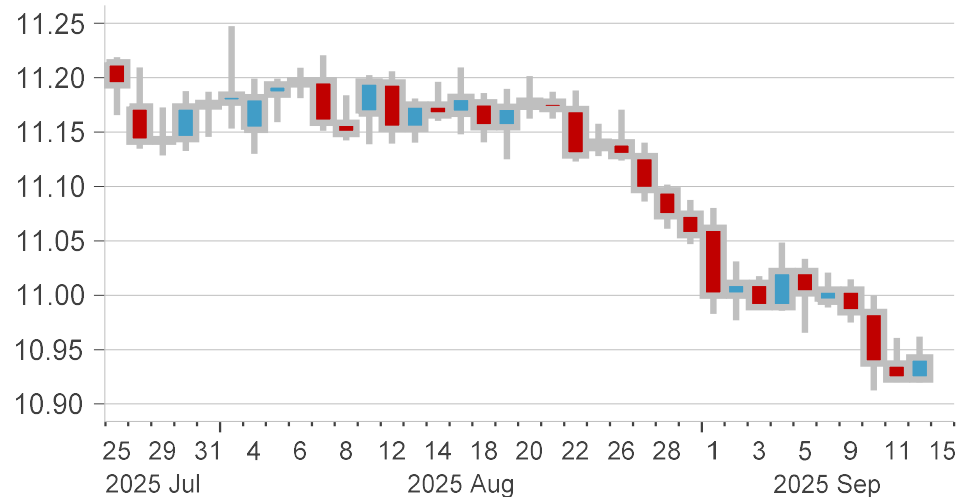
スイスフラン対ユーロ相場 (EURCHF)



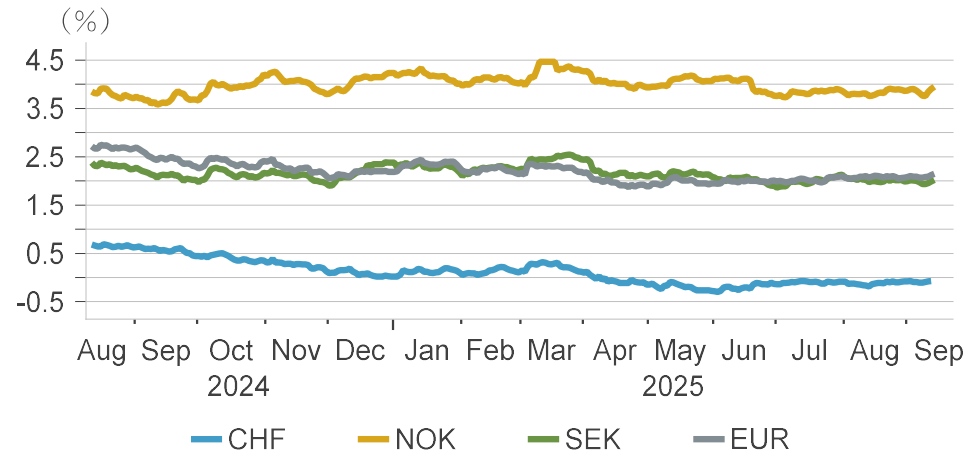
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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.