

欧州G10通貨週報

2025年9月29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・ユーロ圏経済	ユーロ圏は回復基調、英国は増税懸念で減速— 9月PMI速報値 （9月23日）	ユーロ圏の9月PMI速報値では、総合指数が4カ月連続で上昇し、51.2と拡張領域を維持したことで、7-9月期のマイナス成長懸念が後退した。特にドイツのサービス業PMIが52.5と2カ月ぶりに50を上回り、ユーロ圏全体の改善に寄与した。一方、英国では総合PMIが51.0と前月から低下し、11月の増税懸念などを背景に企業の楽観度や雇用意欲が後退、サービス業・製造業ともに勢いを失っている。
スペイン経済	スペイン国債格付け 、ムーディーズとフィッチがそれぞれ一段階ずつ引き上げ（9月26日）	ムーディーズとフィッチはスペインの信用格付けをそれぞれ1段階引き上げ、ムーディーズは「Baa1」から「A3」、フィッチは「A-」から「A」とした。両社はスペイン経済の回復力と成長実績を高く評価しており、ムーディーズは「均衡の取れた成長モデル、労働市場の改善、銀行部門の強化」が経済の耐性を高めていると分析。フィッチも「予想を上回る経済実績と他の主要ユーロ圏諸国を凌ぐ成長」を理由に挙げ、2025年のGDP成長率予測を2.7%に上方修正した。これに先立ち、S&Pも9月12日にスペイン格付けを「A+」へ引き上げており、ユーロ圏債務危機以降の信用力回復が鮮明となっている。（※これらの格付けは日本では無登録格付け）

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 スイス 英国 経済	トランプ米大統領は米国内に製造拠点を持たない企業のブランド薬・特許薬に対し100%の関税を課す方針を発表（9月25日）	日本やEUは日米・米EU間の合意により最大15%までに抑えられる見通しだが、不透明感が残る。特にEU産のジェネリック医薬品は関税交渉の結果、対象外とされ、最恵国待遇の税率が維持されることとなっているが、今回、トランプ大統領が新たに打ち出した方針がどう影響するのかは不明。 一方英国は、米国との合意では医薬品分野では基本関税の10%が適用されることとなっているが、今回の方針により医薬品の関税が引き上げられるかは不明。 スイスは、主要輸出品である医薬品（ノバルティスやロシュなど）への打撃が懸念されており、スイス政府は現在影響を精査中としている。
スイス 金融政策	スイス国立銀行（SNB）はマイナス金利再導入を見送りも「必要なら金融政策を調整」（9月25日）	SNBは政策金利を0%に据え置く決定を下す。ややフラン高で反応。2023年3月から続いていた6会合連続の利下げサイクルを停止を意味し、マイナス金利の導入は見送られた。インフレ圧力が安定していることを理由に、必要に応じて金融政策を調整する姿勢を示す。物価上昇率の見通しは2025年0.2%、2026年0.5%、2027年0.7%と低水準で推移する見込みで、スイス・フラン高が輸入物価を抑制する一方、失業率の上昇や世界経済の不透明感が懸念材料となっている。

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
スウェーデン金融政策	スウェーデン中銀(リクスバンク)は政策金利を0.25%ポイント引き下げ1.75%に。(9月23日)	タカ派的な利下げであり発表後にクローナは上昇。声明では、インフレと経済活動の見通しが維持されれば、当面はこの水準を維持する方針が示された。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「債券市場が語る英国の未来：労働党大会とリフォームUKの台頭」

英国では9月28日から10月1日にかけて政権与党の労働党の大会が開催され、金融市場の注目は9月30日（火）のレイチェル・リーブス財務相の講演に集まっています。11月26日に発表される予算案に向けた財政方針や増税の可能性について言及する見込みです。労働党は昨年の総選挙で所得税や付加価値税（VAT）、国民保険料の引き上げを回避する公約を掲げましたが、厳しくなる財政運営を背景に、年金生活者や自営業者、富裕層を対象としたキャピタルゲイン課税や年金課税強化が検討されていると報じられています。一方、党内には「国民負担を避け、借入増で対応すべき」との声もあり、財政規律と景気回復の両立をめぐる議論が続いています。

こうした不透明感を背景に、英国債市場は不安定さを増しています。最近の国債入札では、5年債・30年債ともに過去2年で最低水準の需要にとどまり、9年債も低調でした。長期金利は1998年以来の高水準に達し、債務管理庁は長期債から短期債への発行シフトを進めていますが、短期債でも需要の弱さが目立ちます。一方、日本の国債市場では、先週、40年債入札の応募倍率が2.6倍と過去12カ月平均を上回り、月初の20年債入札に引き続き、堅調な需要が確認されました。利回りの高さや財政支出拡大観測の後退が背景にあり、英国債から日本国債へのグローバルな投資資金のシフトを示唆する動きも見られます。

こうした金融市場の動きに色濃く影を落としているのが、労働党政権の支持低下と、それに伴う右派・ポピュリスト政党「リフォームUK」の急速な支持拡大です。党首のナイジェル・ファラージ氏は移民に対する強硬姿勢で知られており、先週はIndefinite Leave to Remain（ILR：永住権）制度の廃止を提案し、代わりに5年ごとの更新が必要なビザ制度を導入する方針を示しました。既存の永住者にも再申請を求めるとされており、合法的に滞在し税金を納めている外国人にも影響が及ぶ可能性が高く、特に家族の帯同や住宅ローン、教育計画などに不確実性が生じます。私もまさに当事者の1人として同党の動向を見守っています。

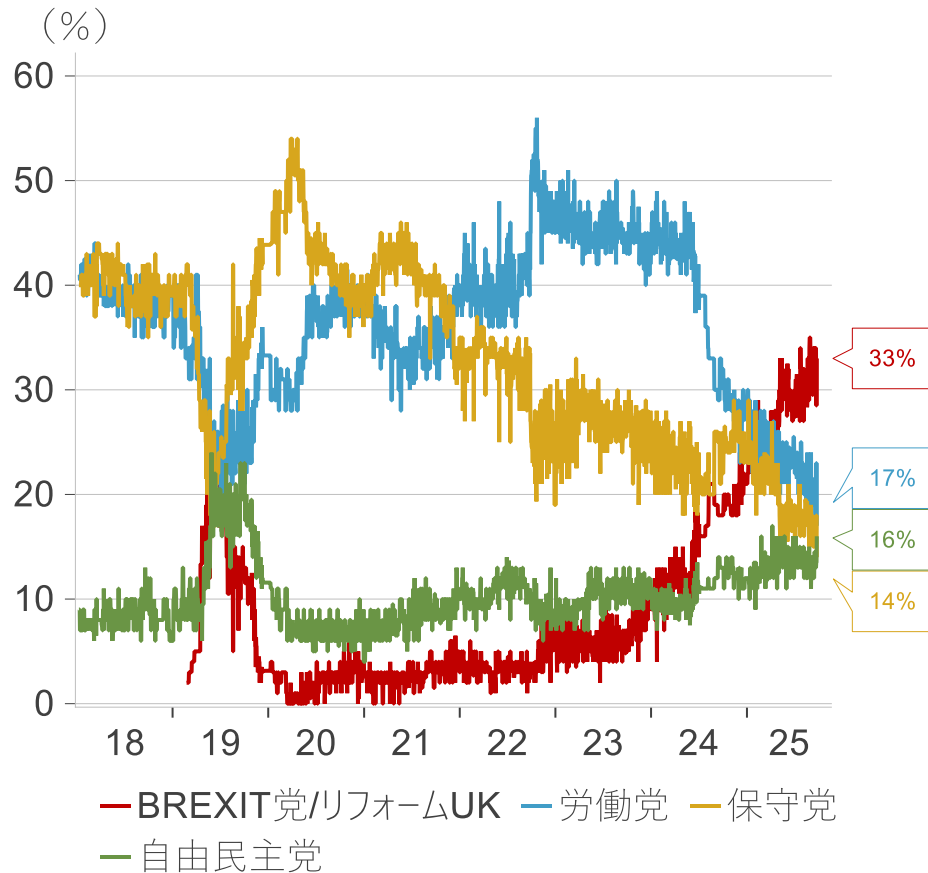
リフォームUKは、移民政策だけでなく、政府支出の削減や「反ネットゼロ」政策、地方自治体における「政府効率局（British DOGE）」の設置など、米国のトランプ政権を彷彿とさせる改革案を打ち出しています。また、福祉制度の利用を英国市民に限定する方針も掲げており、社会保障制度の根幹に関わる議論を呼んでいます。

同党の支持層は、かつてのUKIPやBrexit党とは異なり、保守党や労働党からの離反層を含む広範な有権者に広がっており、特に中高年層や地方都市部での支持が強まっています。2024年の総選挙ではわずかに5議席を獲得したのみですが、現在の世論調査での支持拡大や、地方選挙での躍進ぶりから英国政治の構造的変化を象徴する存在となりつつあります。

小選挙区制の英国では、リフォームUKが政権を獲得する可能性はまだ低いという見方が主流ですが、支持拡大が続く「ファラージ首相」の現実味が高まれば、スターマー首相がリーブス財務相を交代させ、支持を取り戻すためにより積極的な財政政策に踏み切るとの観測も根強くあります。ポピュリスト政党の台頭は、財政規律を揺るがすリスク要因となっており、金融市場の不安定化と政策の不確実性が今後の英国経済に大きな影響を与える可能性があります。

英国 リフォームUKの支持率は既存の2大政党を上回っている

英国 政党別支持率



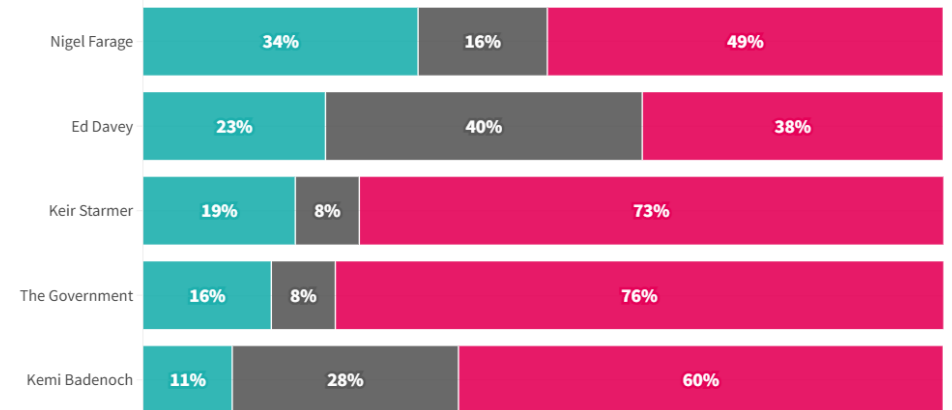
(Source: Europe Elects, Macrobond, Mizuho)

政府・各政党のリーダーに対する評価

Satisfaction with leaders and the Government: June 2025

Are you satisfied or dissatisfied with the way... is running the country / doing his job as Prime Minister / Leader of the Conservative Party / Leader of the Liberal Democrats / Leader of Reform UK

■ Satisfied ■ Don't know ■ Dissatisfied



Source: Ipsos Political Monitor • Base: 1,180 British Adults 18+, 30 May - 4 June 2025

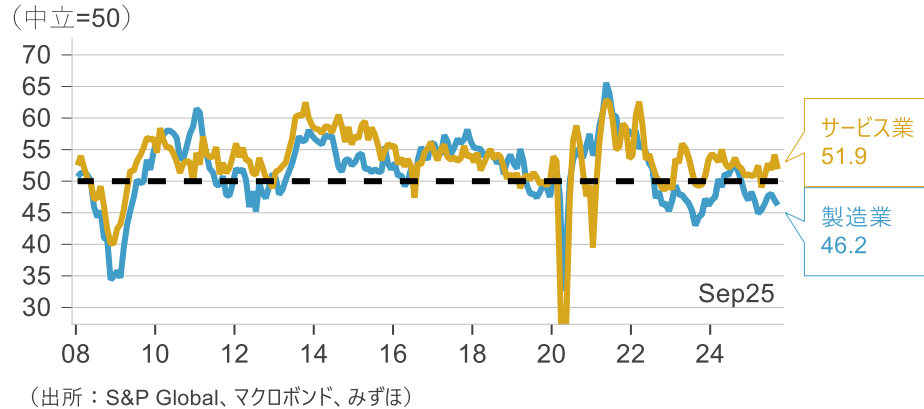
Ipsos

* A Flourish chart

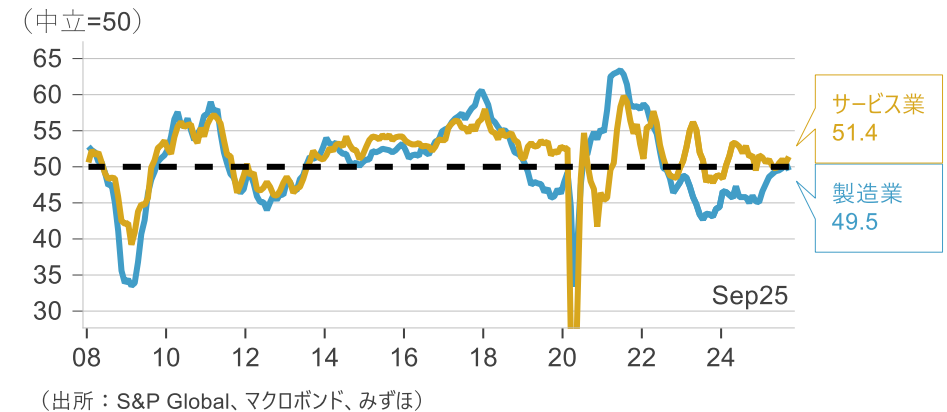
現政権与党の労働党と、前与党の保守党の退潮が鮮明に。小選挙区制をとる英国でリフォームUKの政権獲得は困難という見方が主流だが、移民制限をはじめとする同党の主張は政権にも影響を及ぼしており、同党の台頭は確実に英国政治の不安定化要因となっている。

ユーロ圏は回復基調、英国は増税懸念で減速－9月PMI速報値（9月23日）

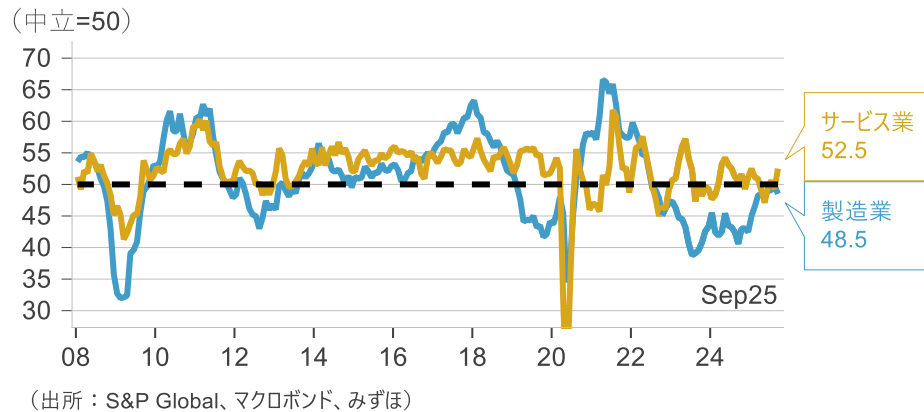
英国



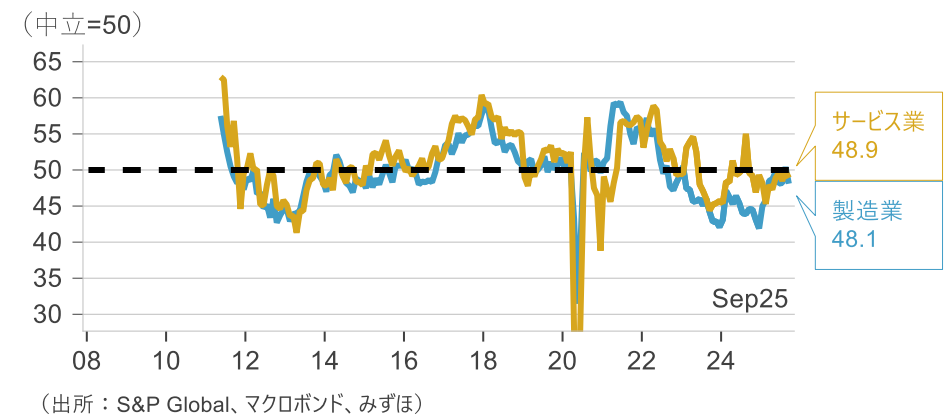
ユーロ圏



ドイツ



フランス



ユーロ圏の9月PMI速報値では、総合指数が4カ月連続で上昇し、51.2と拡張領域を維持したことで、7-9月期のマイナス成長懸念が後退した。特にドイツのサービス業PMIが52.5と2カ月ぶりに50を上回り、ユーロ圏全体の改善に寄与した。一方、英国では総合PMIが51.0と前月から低下し、11月の増税懸念などを背景に企業の楽観度や雇用意欲が後退、サービス業・製造業ともに勢いを失っている。

スペイン格付け、ムーディーズとフィッチがそれぞれ一段階ずつ引き上げ（9月27日）

ユーロ圏主要4か国 格付け比較

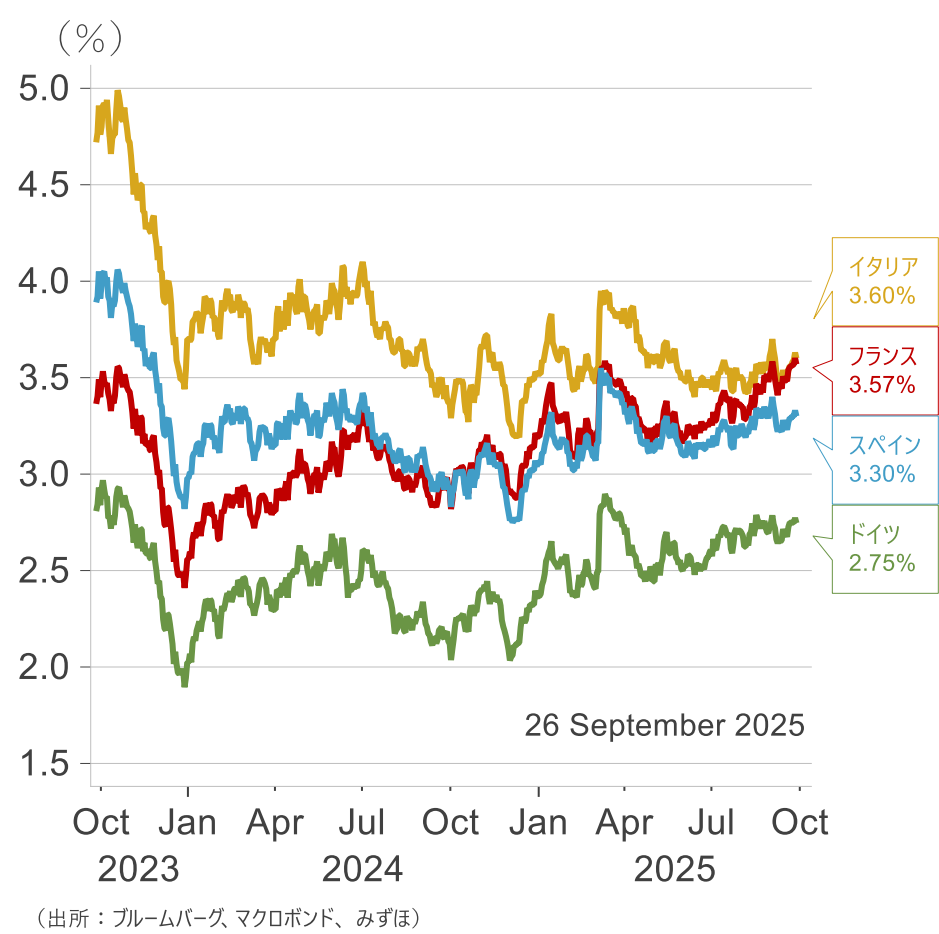
	Moody's	S&P	Fitch
ドイツ	Aaa	AAA	AAA
フランス	Aa3	AA-	AA- → A+
スペイン	Baa1→A3	A → A+	A- → A
イタリア	Baa3	BBB+	BBB → BBB+

注: 2025年9月12日時点。赤字は9月12日ないし9月19日、9月26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



両社はスペイン経済の回復力と成長実績を高く評価しており、ムーディーズは「均衡の取れた成長モデル、労働市場の改善、銀行部門の強化」が経済の耐性を高めていると分析。フィッチも「予想を上回る経済実績と他の主要ユーロ圏諸国を凌ぐ成長」を理由に挙げ、2025年のGDP成長率予測を2.7%に上方修正した。

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。

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日にかけてケラーズ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は実現せず、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も多いため、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

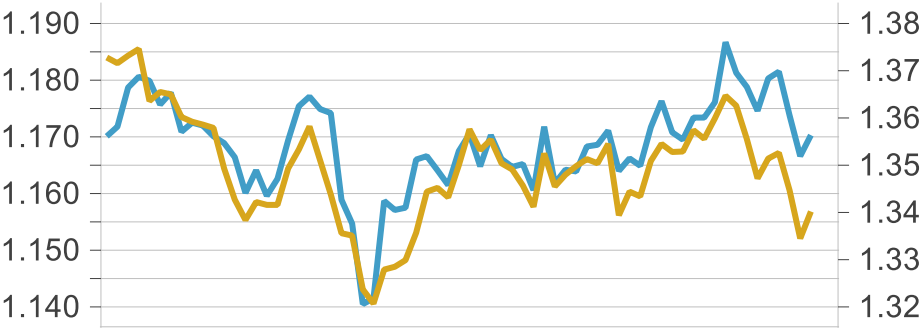
- スウェーデンクローナは8月に対ユーロで約1%反発し、G10通貨の中では最良のパフォーマンスとなった。背景にはスウェーデンの底堅い経済指標発表が続いていることを受けて、リクスバンク（中央銀行）の年内利下げの可能性への懐疑的な見方が広がりがつつあることが背景にあるだろう。リクスバンクは8月20日に政策金利を2.00%と中立金利で維持し、声明文では25年9～12月の間に追加利下げもあり得るとの姿勢を残したものの、市場では9月会合での追加利下げの可能性は50%を下回る水準まで低下している。

マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

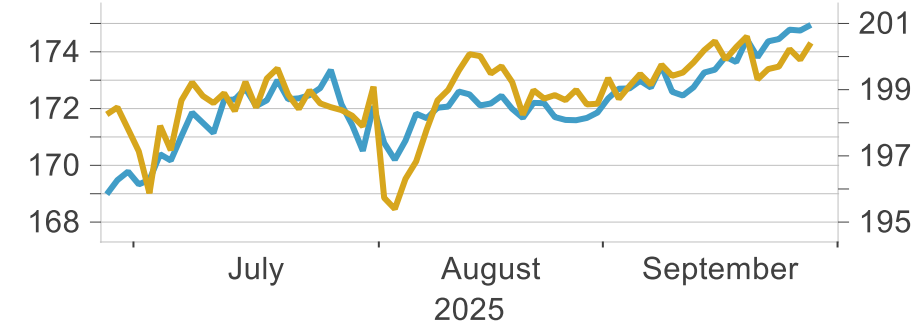
マーケットデータ① 為替市場

ユーロ、ポンドの対ドル、対円レート

【対ドルレート】



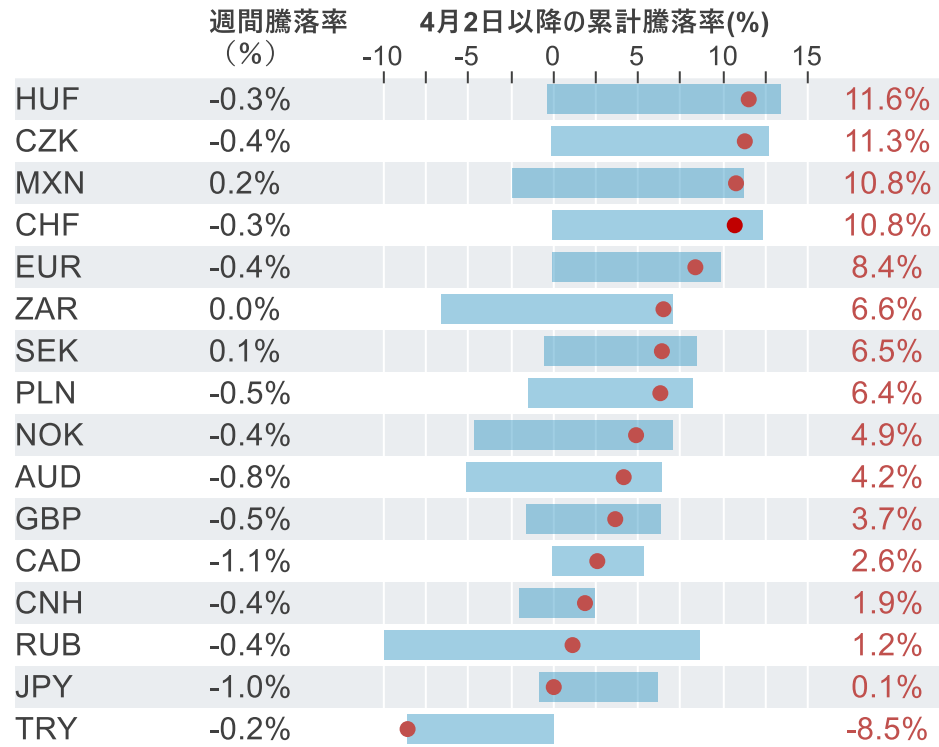
【対円レート】



— ユーロ（左軸） — 英ポンド（右軸）

Data as of 26 September 2025
(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、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

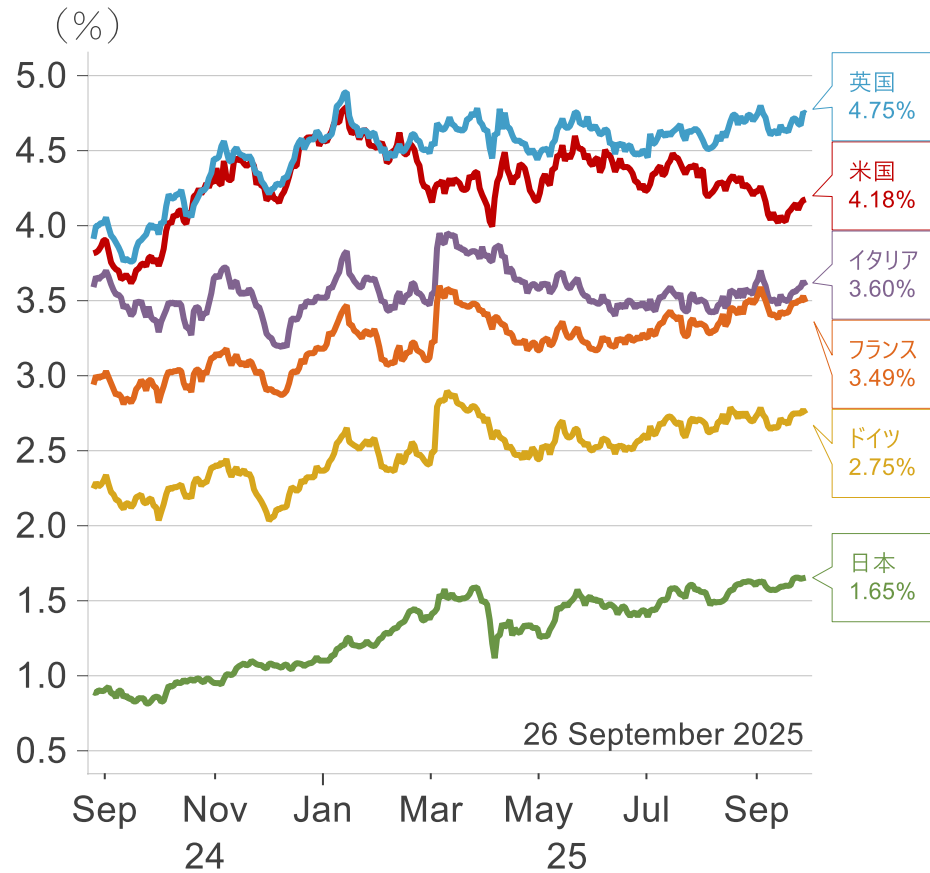


■ 4月2日以降の騰落率のレンジ ● 26 September 2025

(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

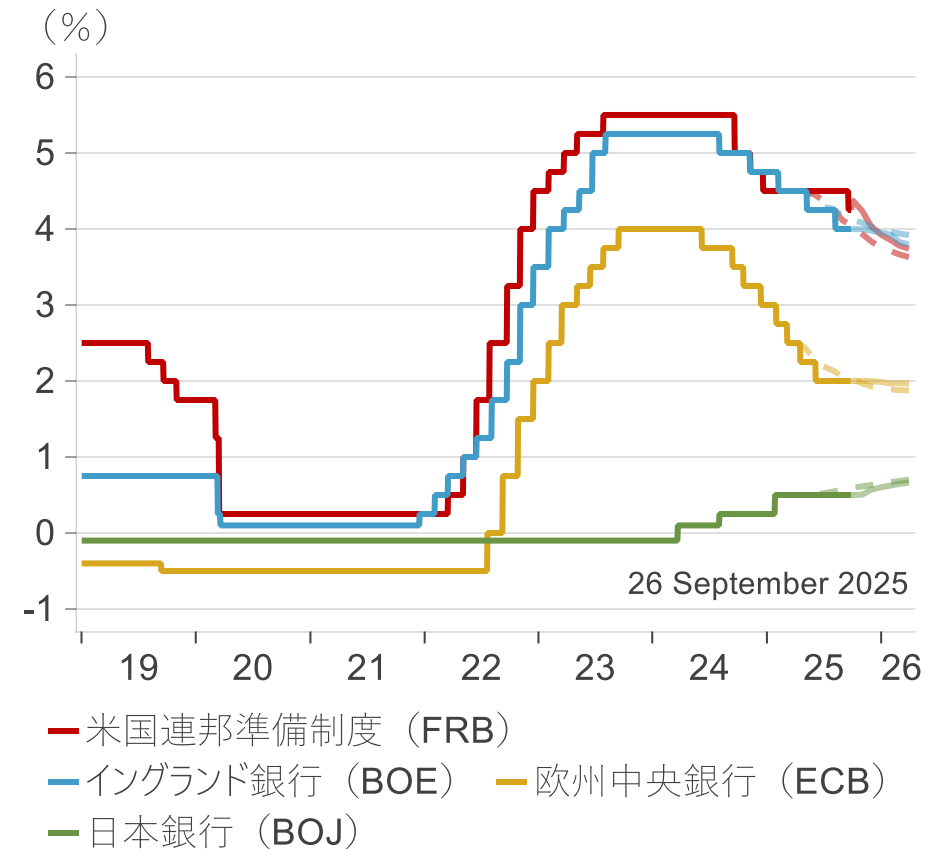
マーケットデータ② 10年国債利回り、各国政策金利

10年国債利回り



(出所：マクロボンド、みずほ)

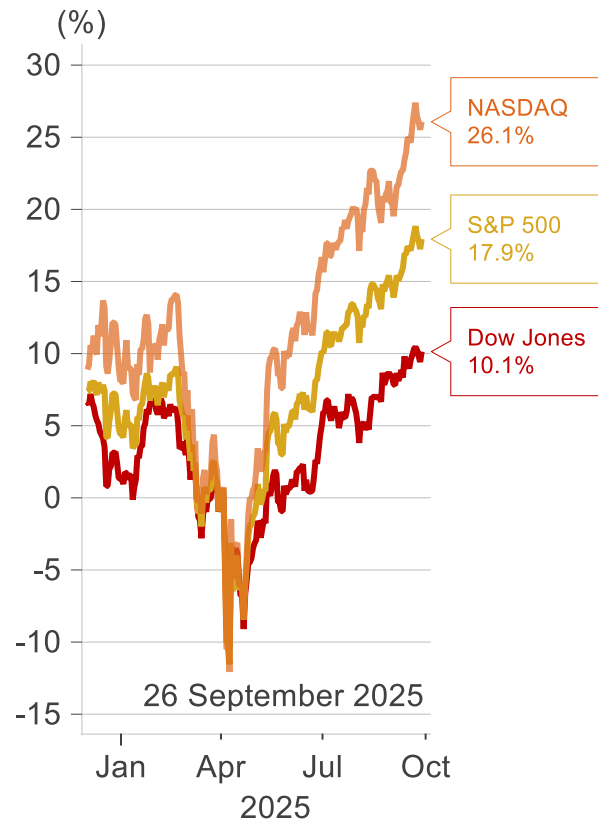
主要中央銀行 政策金利



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)

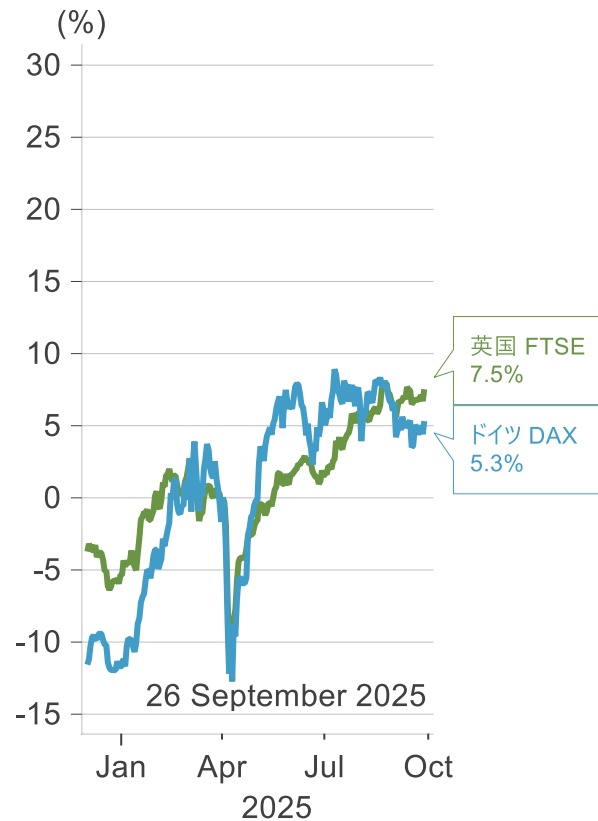
マーケットデータ③ 株式市場

米国



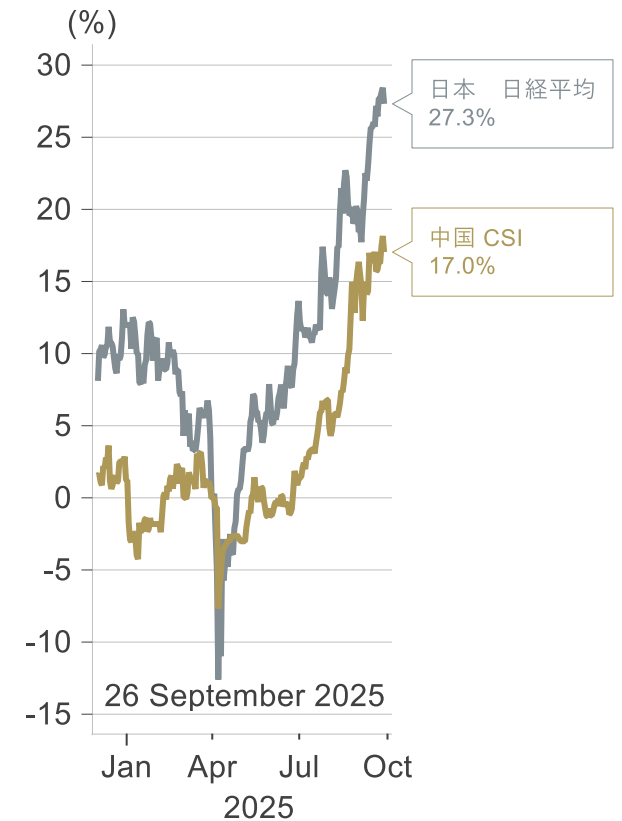
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

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）

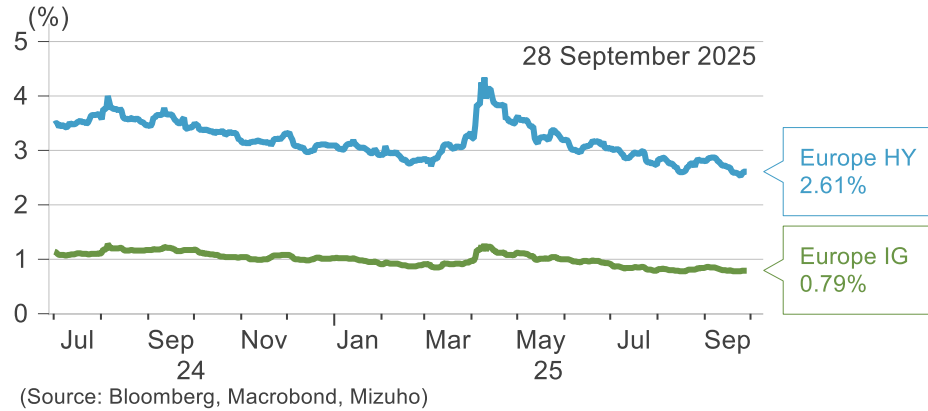
日本・中国



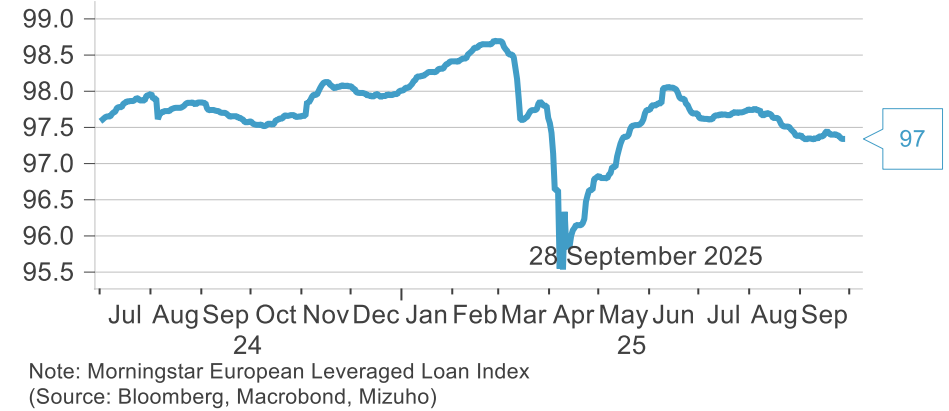
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

マーケットデータ④ クレジット市場

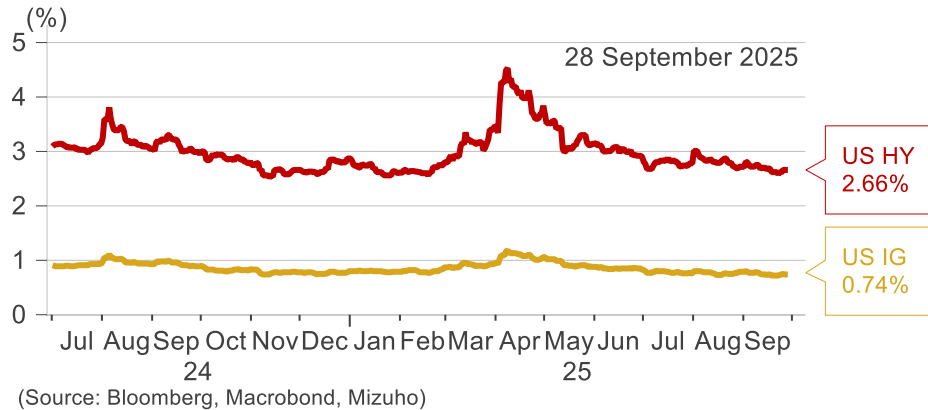
欧州 クレジットスプレッド



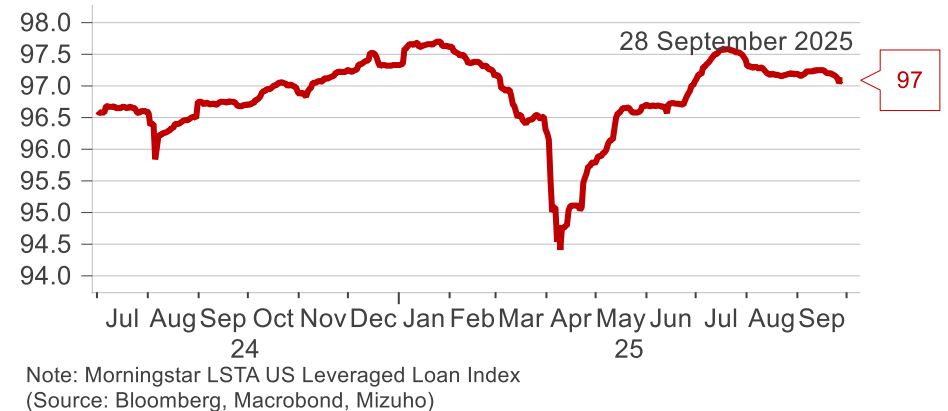
欧州 レバレッジドローン



米国 クレジットスプレッド

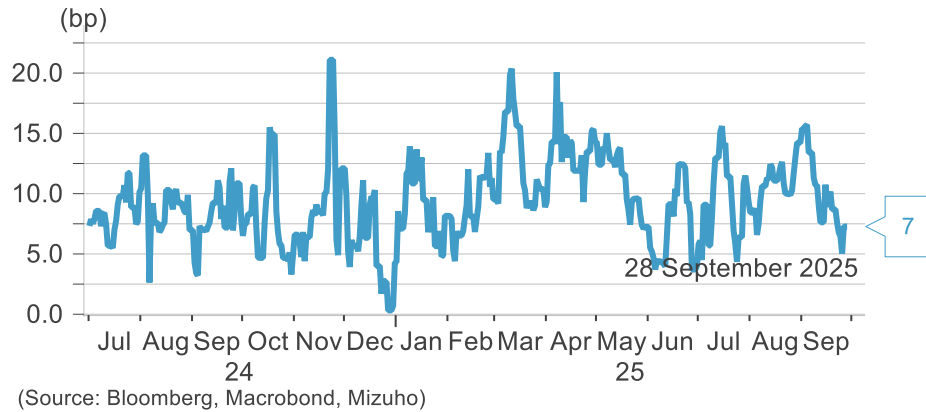


米国 レバレッジドローン

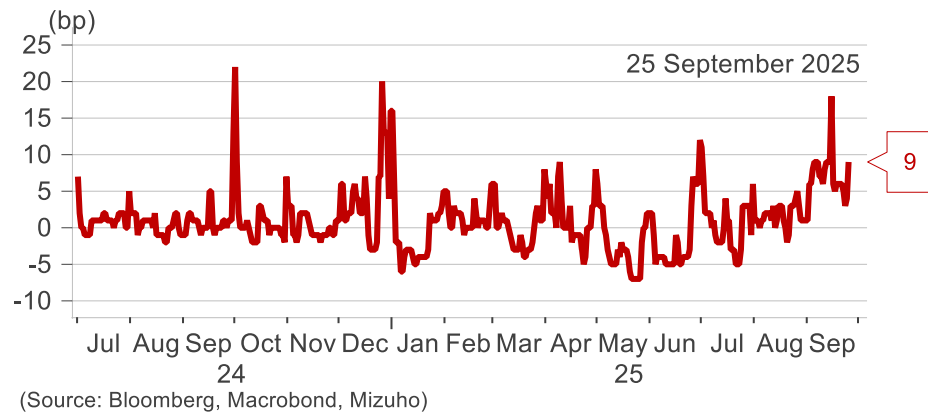


マーケットデータ⑤ 流動性、ドル調達環境

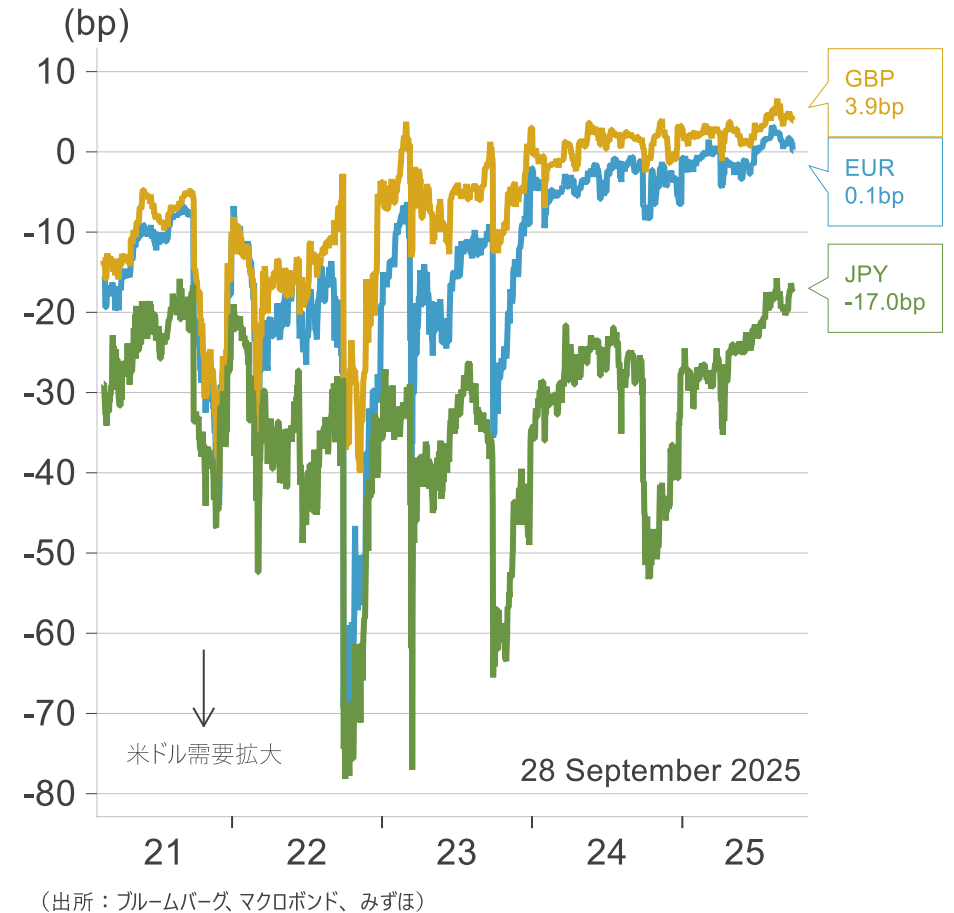
欧州 Euribor-OIS



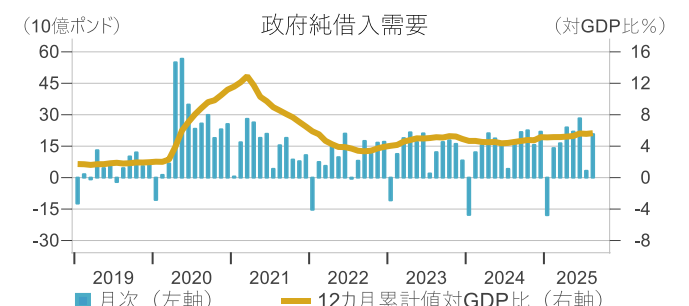
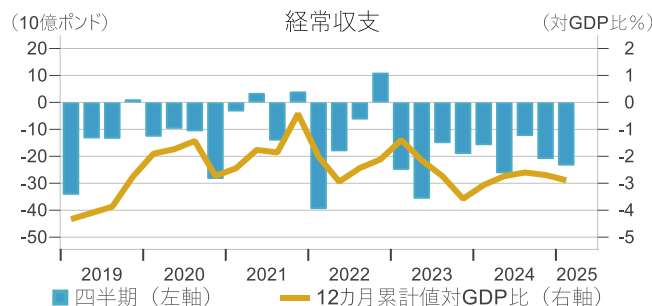
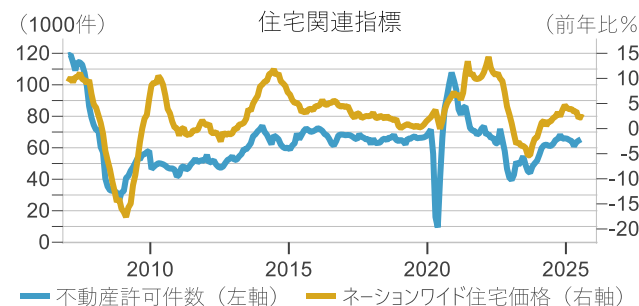
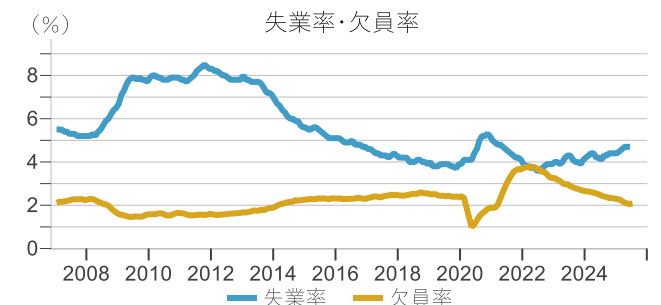
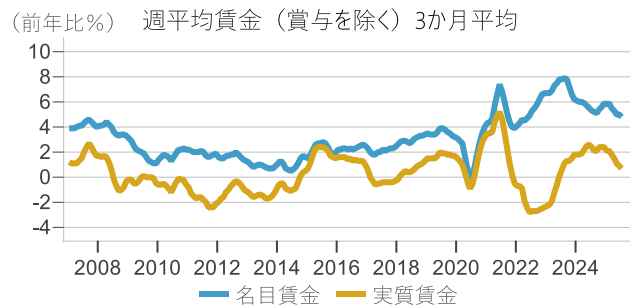
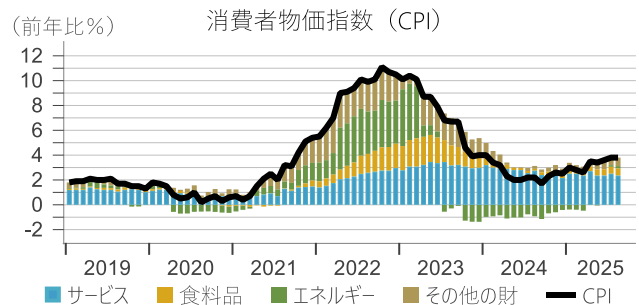
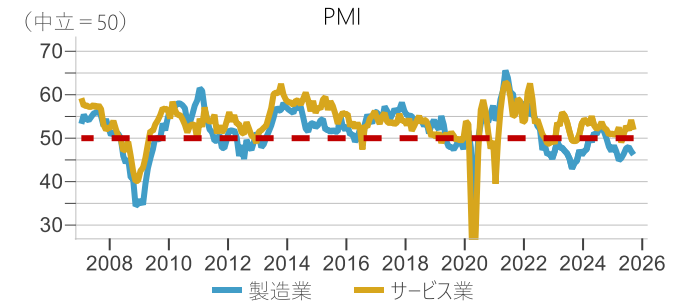
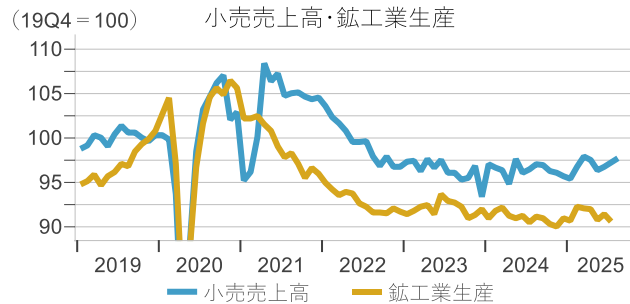
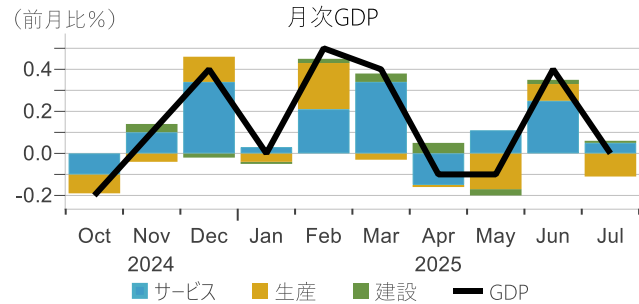
米国 SOFR-OIS



ユーロ、英ポンド、日本円 対ドル3か月ベースス

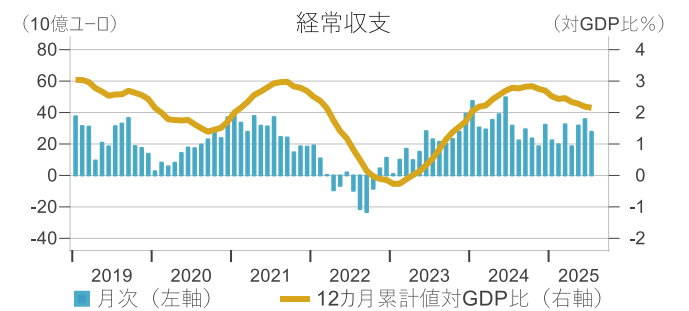
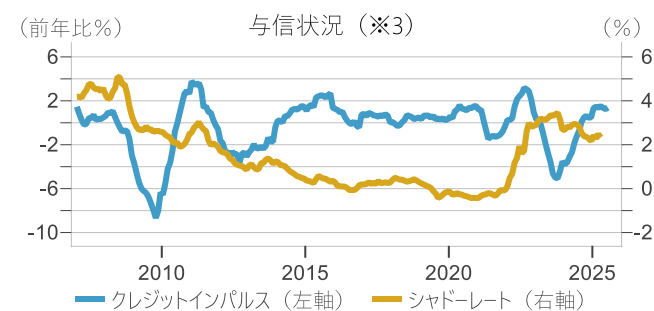
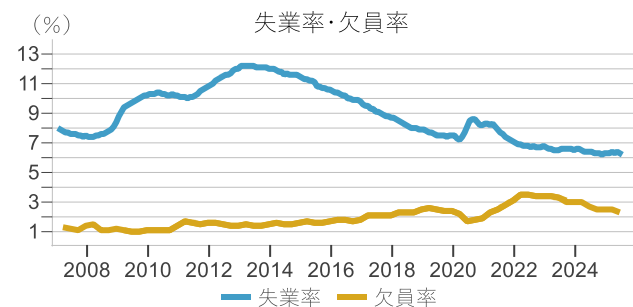
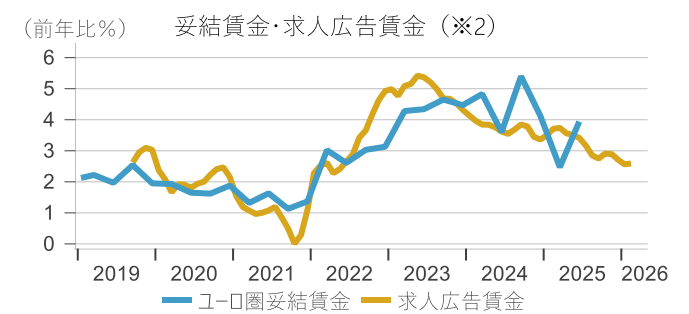
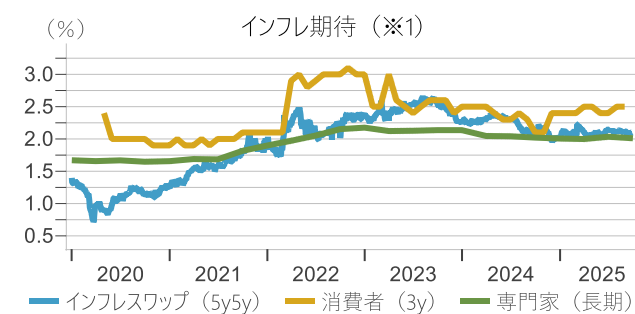
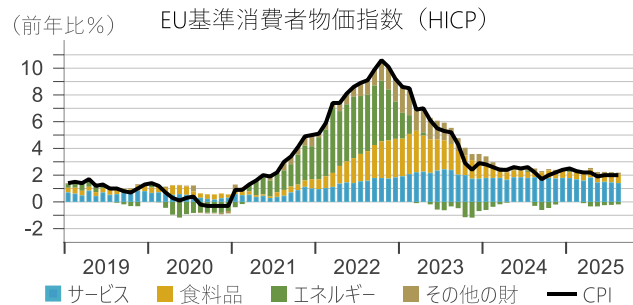
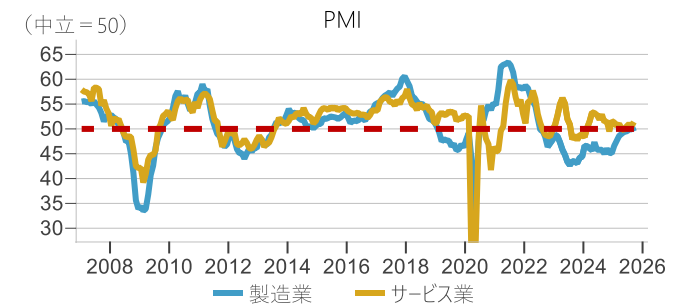
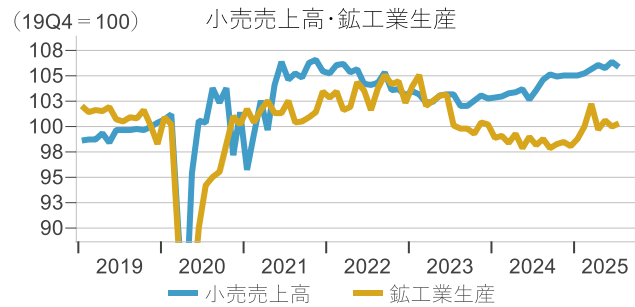
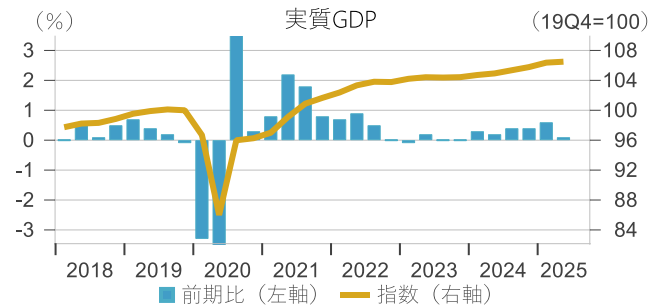


英国 主要経済指標



(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

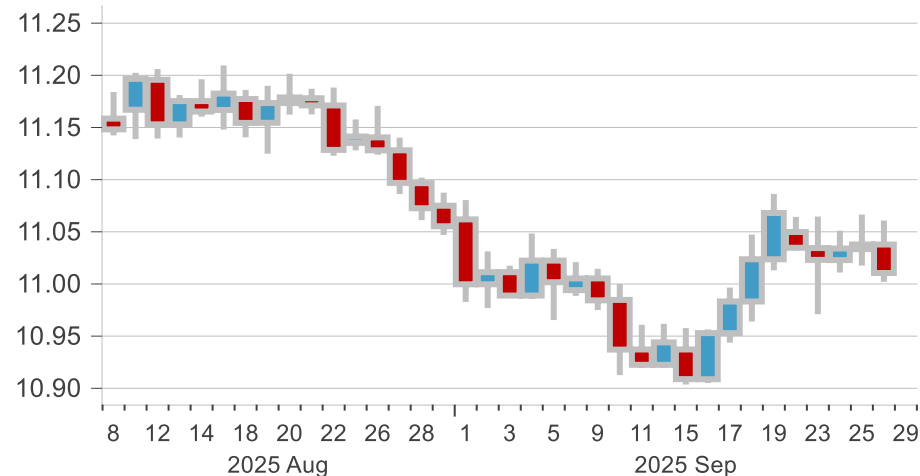
スイスフラン対ユーロ相場 (EURCHF)



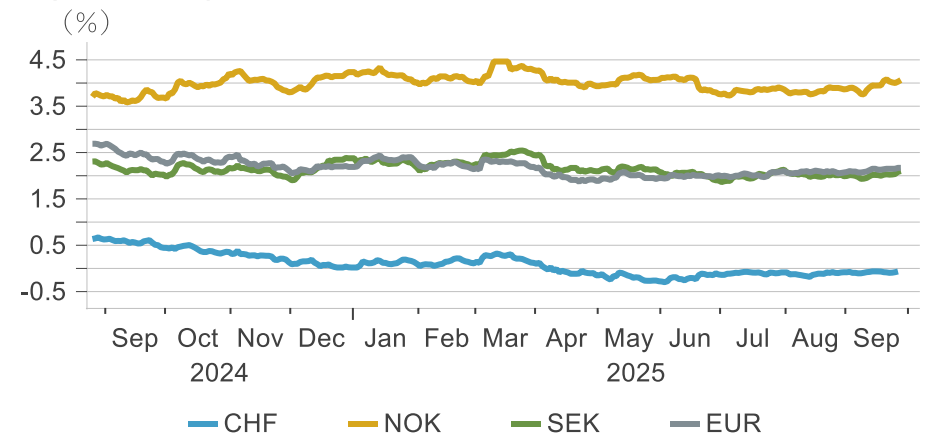
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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.