

欧州G10通貨週報

2025年12月1日

来週は筆者出張につき休刊します。

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（1/2）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
英国 経済	英財務省 は 秋季予算案 を発表（11月26日）	予算案では所得税や社会保険料の基準凍結が延長され、賃金上昇に伴う実質的な負担増が見込まれている。不動産や貯蓄への課税強化も段階的に導入される一方、燃料税の据え置きや児童手当拡充など生活コスト抑制策が盛り込まれた。市場ではポンドがやや軟化した。エネルギー効率化支援によるインフレ率押し下げ見通しを背景に、イングランド銀行の利下げ余地が広がるとの見方が強まったことが背景にある。国債の発行増額が発表されたものの、資金調達計画の修正幅が小さいことが安心材料となり英国債市場の混乱は避けられた形となった。
ドイツ 経済	ドイツ11月IFO期待指数 は90.6と10月の91.6からは下落も高水準が継続。（11月24日）	現状指数はやや改善した。政府の巨額投資策への期待と不安が混ざった結果といえる。特に、防衛費やインフラ投資の拡大が景気を押し上げるとの見方がある一方、財源確保や政策実行の遅れに対する懸念も根強い。加えて、輸出の低迷や世界的な需要減速が企業心理を抑制しており、全体としては慎重な楽観にとどまっている。

注：赤字は後続スライド参照。

直近の主な動き一覧（2/2）

国・テーマ	ファクト	インプリケーション
ユーロ圏 経済	ユーロ圏の主要国の11月消費者物価指数(CPI)が市場予想を下回る結果に。ECBの政策金利据え置き観測が強まる。	ドイツのCPIは前年比2.3%と予想の2.4%を下回った。フランスは0.9%で予想通り、イタリアは1.1%と予想を上回り、スペインは3.0%と依然高水準を維持した。ユーロ圏全体のCPIは12月2日に公表される。
スイス 経済	スイスで超富裕層向け相続税導入案が否決(11月30日)	スイスでは、超富裕層居住者に対して50%の相続税を課す提案が国民投票に付された。この制度は富の再分配を目的とし、国内外で注目を集めていた。国民投票の結果、提案は否決され、現行の相続税制度が維持されることとなった。

注：赤字は後続スライド参照。

ロンドンからの視点「英国秋季予算案-『痛み先の送り』と信任の試練」

11月26日に発表された英国予算は、短期的な景気下支えを優先し、厳しい財政緊縮を数年後に先送りする内容となりました。政府は企業や家庭への負担増を避けつつ、将来的な財政健全化の道筋を示すことで、政治的安定を図ろうとしています。

特に注目すべきは「所得税や社会保険料の基準凍結」です。これは、給料が上がっても税金や社会保険料で高率の税金を支払う基準となる所得の水準をしばらく変えない、という政策です。英国では高インフレを反映する形で平均賃金の上昇率も前年比+4%超と高く、累進課税で高水準の税率が適用される所得の水準を凍結することにより、年々、昇給して基準額を超える人が増えることによって、以前より多く税金や保険料が支払われることになります。見た目は「増税」ではありませんが、実際にはじわじわと負担が増える仕組みです。さらに、不動産・貯蓄への課税強化も段階的に導入される予定で、次回総選挙（2029年）を意識した政治的配慮が透けて見えます。一方で、燃料税の値上げ回避や児童手当拡充など、生活コスト抑制策も盛り込まれています。

市場の反応は概ね落ち着いています。英ポンドはやや軟化しましたが、予算案で示されたエネルギー効率化支援や光熱費負担軽減策を受けてインフレ率が当初0.4%ポイント強押し下げられる見通しが示されたこともあり、イングランド銀行による利下げ余地が広がったとの見方が背景にあります。国債市場では発行額増加にもかかわらず波乱はなく、資金調達計画の修正幅が小さかったことが安心材料となりました。

しかし、政治的課題は残ります。リーブス財務相は11月初めに「財政の深刻な穴」を強調し、増税や歳出削減の必要性を訴える異例の演説を行いました。蓋を開けてみると、予算責任局（OBR）がGDP見通しを引き上げたことで、税収の見通しも上方修正されており、増税回避は可能だったのでは？との批判が浮上しました。さらに、OBRが当日の朝に予算案全文を誤って事前公開するハプニングも信頼性を損ねています。

経済面では、福祉給付やエネルギー補助による一時的な需要刺激で2026年にGDPを0.1%押し上げる効果が見込まれますが、中長期的な供給力（潜在成長率）への影響はほとんどなく、2026年以降は増税や歳出抑制もあり、持続的な成長押し上げ効果は限定的と評価しています。加えて、英FT紙もサラリー・サクリファイス（給料の一部を年金に振り替える仕組み）の年間拠出枠が2,000ポンドを超える部分に対し、国民保険料（NI）を課税する施策に対し、これは長期的に見て雇用が悪影響を及ぼすのではないかとする見解を載せています。サラリー・サクリファイスは節税策として人気がありますが、NI課税をされる場合、雇用主の負担になる部分が大きく、従業員を雇うことのコストを押し上げます。そのため、雇用主は賃金の上昇率を抑制したり、従業員を削減したりしてコスト増を抑制する恐れがあります。

結局、政府は「痛みを伴う改革」を先送りし、国民の負担感を最小化する戦略を選びました。しかし、景気低迷や雇用減少が現実化すれば、政権への支持低迷は避けられず、来年の地方選挙を前に財務相更迭観測が再燃する可能性もあります。今回の予算は、財政規律と政治的現実の間で揺れる英国の「信任の試練」を象徴しているように思われます。

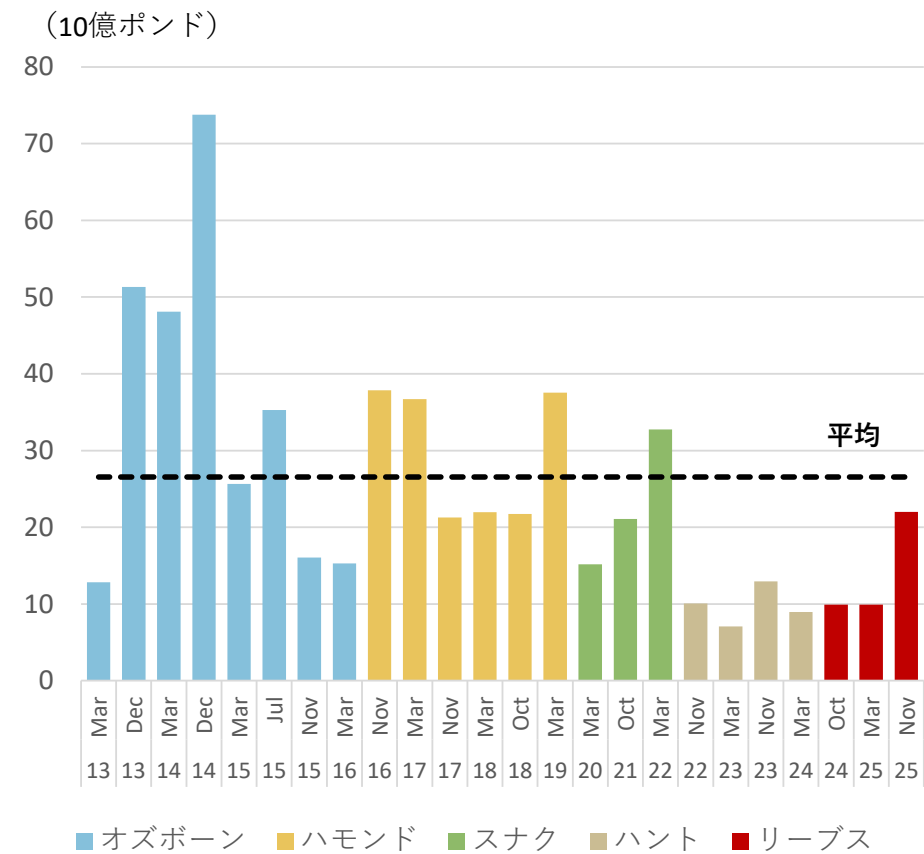
英財務省は秋季予算案を発表（11月26日）

2025年秋季予算案 主な増税措置

項目	増収額 (2029-30年度)
所得税・国民保険料(NI)の課税金額基準の凍結延長	80億ポンド
サラリー・サクリファイス(給料の一部を年金に振り替える仕組み)の年間拠出枠が2,000ポンドを超える部分に対し、NIを課税。	47億ポンド
配当・不動産所得への2pt課税追加	21億ポンド
EV走行距離課税(3p/mile)	14億ポンド
ギャンブル税	10億ポンド

(出所: 英国政府、各種報道、みずほ)

英国 財政余地（ヘッドルーム）



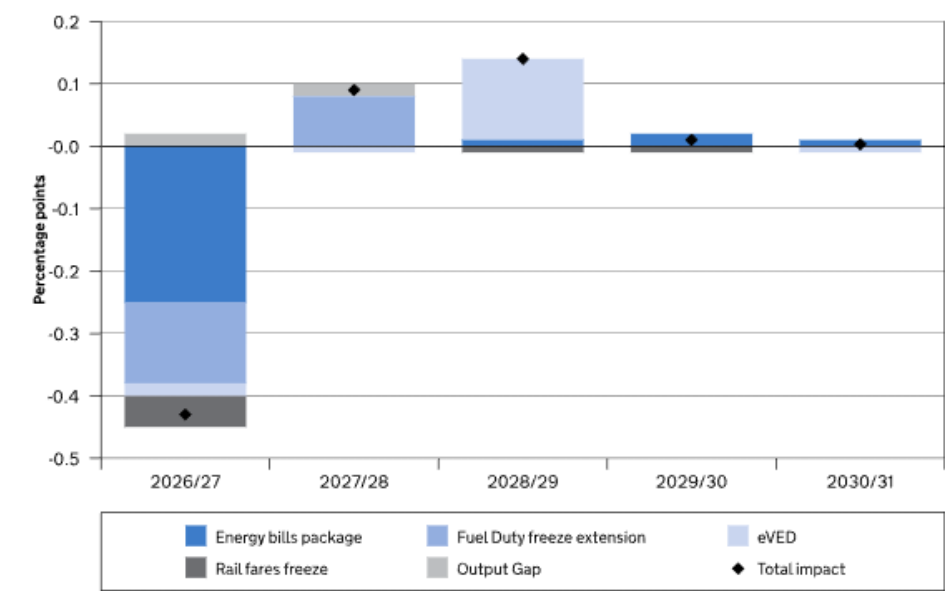
(出所: 英予算責任庁 (OBR)、みずほ)

261億ポンドの増税措置は、所得税・国民保険料（NI）の課税金額基準の凍結延長措置など、すぐには家計に痛みが感じられないもののほか、配当・不動産所得への2pt課税追加やEV走行距離課税、ギャンブル税など複数の措置を寄せ集めた格好となった。この予算案の下での財政余地は220億ポンドと、3月に発表された99億ポンドから拡大した。

予算案を受けて、イングランド銀行による利下げ余地が広がったとの見方につながる。英国債の発行は増額も、市場の想定よりも小幅にとどまる。

予算措置のCPIへの影響

Chart 1.3: Effect of policy measures on annual CPI inflation



(出所: 英国政府、みずほ)

英国債発行計画

Table 1: The evolution of planned gilt sales by maturity and type in 2025-26

	2025-26					
	Spring Statement 2025	April 2025 revision	Issuance split prior to Budget 2025	Budget 2025	Budget 2025 vs April 2025 revision	Budget 2025 vs Issuance split prior to Budget 2025
£bn						
Short	110.9	117.9	133.5	133.5	15.6	0.0
Medium (including green gilts)	89.7	89.7	93.2	102.1	12.4	8.9
Long (including green gilts)	40.2	29.8	30.9	28.7	-1.1	-2.2
Index-linked	30.9	30.9	34.8	31.1	0.2	-3.7
Unallocated	27.5	30.8	6.7	8.3	-22.5	1.6
Total	299.2	299.1	299.1	303.7	4.6	4.6
%						
Short	37.1%	39.4%	44.6%	44.0%	4.5%	-0.7%
Medium (including green gilts)	30.0%	30.0%	31.2%	33.6%	3.6%	2.5%
Long (including green gilts)	13.4%	10.0%	10.3%	9.5%	-0.5%	-0.9%
Index-linked	10.3%	10.3%	11.6%	10.2%	-0.1%	-1.4%
Unallocated	9.2%	10.3%	2.2%	2.7%	-7.6%	0.5%

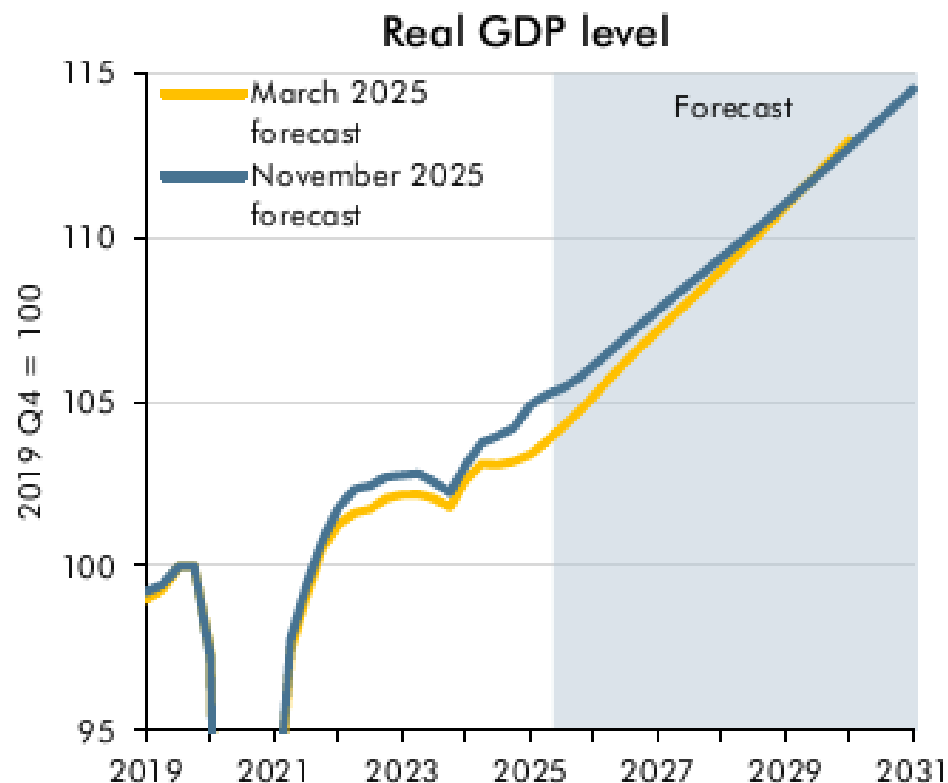
Figures may not sum due to rounding.

(出所: DMO、みずほ)

予算案で示されたエネルギー効率化支援や光熱費負担軽減策を受けてインフレ率は当初0.4%ポイント強押し下げられる公算。これは、イングランド銀行による利下げ余地が広がったとの見方にもつながりポンド安で反応。一方、英国債市場では、2025/26年度の国債発行計画が前回見通しから46億ポンド増の3037億ポンドに修正されたが、市場予想よりも小幅な増額だったこともあり、予算は大きな波乱なく消化されている。

予算責任局（OBR）は2025年の実質GDP成長率を上方修正。ただし、予算案による経済効果の潜在成長率の押し上げ効果は限定的と指摘。

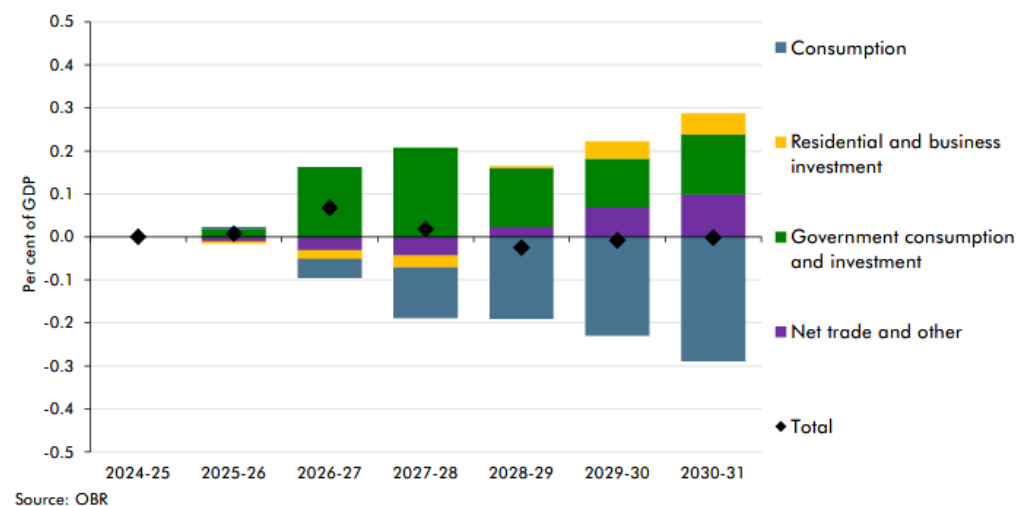
予算責任局（OBR）の実質GDP予想



（出所：OBR、みずほ）

経済政策の実質GDP成長率への影響

Chart 3.3: Policy impacts on real GDP and its components



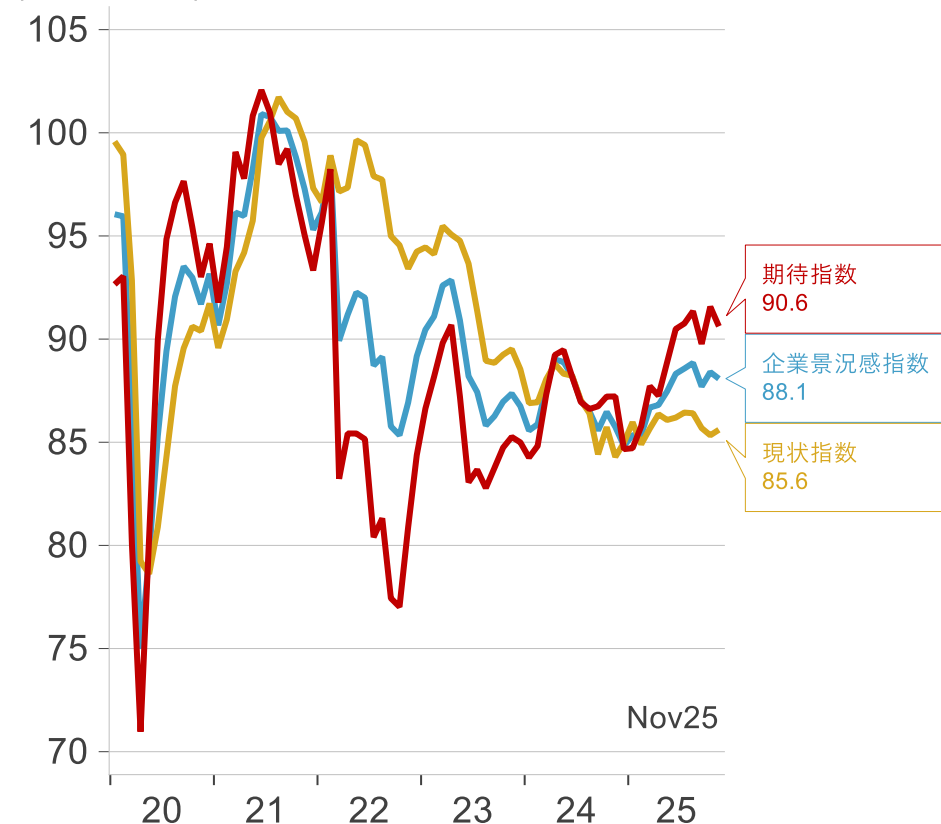
（出所：OBR、みずほ）

2025年の実質GDP成長率が3月時点の1.0%から1.5%へ上方修正されたが、予算案での増税を見越して住宅取引が盛り上がったことや、米関税発動前に輸出の一時的な前倒し需要が発生したことが要因とみられる。一方、今回の予算案による経済政策のGDPへの影響についてOBRは、福祉給付の一部復活やエネルギー補助などによる一時的な需要刺激で2026年にGDPを0.1%程度押し上げる効果があるものの、中長期的な供給力（潜在成長率）への影響はほとんどなく、2026年以降は増税や歳出抑制もあり、持続的な成長押し上げ効果は限定的と評価している。

ドイツ11月IFO期待指数は90.6と10月の91.6からは下落も高水準が継続。(11月24日)

ドイツ IFO企業景況感指数 現状・期待指数

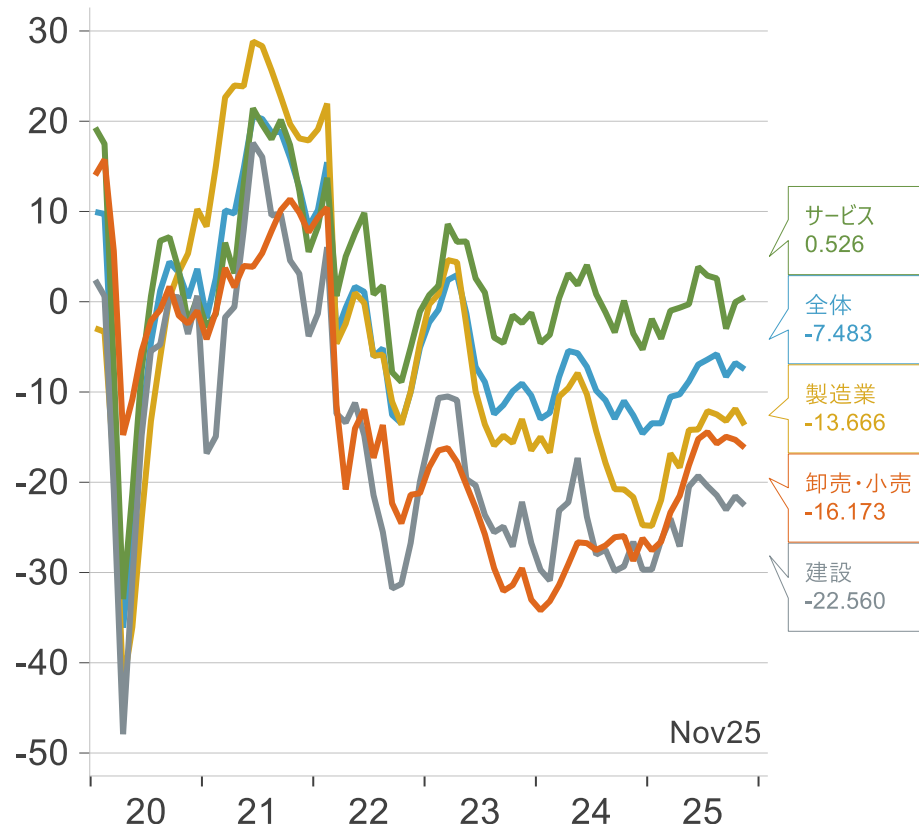
(2015=100)



(出所：独IFO研究所、マクロポンド、みずほ)

ドイツ IFO企業景況観指数 セクター別

(中立=0)



(出所：独IFO研究所、マクロポンド、みずほ)

現状指数はやや改善した。政府の巨額投資策への期待と不安が混ざった結果といえる。特に、防衛費やインフラ投資の拡大が景気を押し上げるとの見方がある一方、財源確保や政策実行の遅れに対する懸念も根強い。加えて、輸出の低迷や世界的な需要減速が企業心理を抑制しており、全体としては「慎重な楽観」にとどまっている。

欧州G10通貨中期見通し（2025年11月27日時点）

	Spot	2025 Dec	2026 Mar	Jun	Sep	Dec
VS USD						
EUR/USD	1.16	1.17	1.18	1.19	1.18	1.17
GBP/USD	1.32	1.33	1.34	1.35	1.36	1.37
USD/CHF	0.80	0.80	0.81	0.81	0.81	0.83
USD/NOK	10.1	9.9	9.7	9.6	9.6	9.7
USD/SEK	9.4	9.3	9.2	9.0	9.0	9.1
VS EUR						
EUR/GBP	0.88	0.88	0.88	0.88	0.87	0.85
EUR/CHF	0.93	0.94	0.95	0.96	0.96	0.97
EUR/NOK	11.75	11.6	11.5	11.4	11.3	11.3
EUR/SEK	10.96	10.9	10.8	10.7	10.6	10.6
VS JPY						
EUR/JPY	181.2	183	182	181	182	184
GBP/JPY	206.6	207	206	205	209	215
CHF/JPY	194.3	194	191	188	189	189
NOK/JPY	15.4	15.7	15.8	15.9	16.1	16.3
SEK/JPY	16.5	16.7	16.8	16.9	17.1	17.3
USD/JPY	156.2	156	154	152	154	157

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11月27日発行）より抜粋。

見通しの概要（英ポンド、ユーロ） 2025年11月27日時点

英ポンド

予算案発表は大きな波乱なく通過。

・11月の英ポンド相場は、上旬にはインフレの鈍化とイングランド銀行（BOE）のハト派化を背景に、下落が先行、節目となる対ドル1.30の水準へと低下した。11月6日のBOEの金融政策決定会合（MPC）は5対4で政策金利4.00%据え置きと僅差の決定。ガイダンスでは、従来の「追加利下げに慎重なアプローチを取る」との文言が削除され、新たに「金利は今後も緩やかな低下傾向を続ける可能性が高い」との見解が示された。これは、利下げに対するスタンスが明確にハト派寄りに転じたことを示唆するものと受け止められる。さらに物価面では、10月CPIが前年比3.6%と9月の3.8%から低下。サービス価格の伸び・賃金の圧力が和らぎつつあることが確認された。

最大イベントは11月26日の秋季予算の発表であり、政府は「所得税・国民保険（NI）閾値の凍結延長」「年金サラーサクリファイスの優遇枠に上限（2,000ポンド）」「配当・不動産所得への課税強化」「EV走行距離課税」「ギャンブル税」など多数の小規模増税を組み合わせ、2029/30年度に総額約260億ポンドの増収を狙う構成となった。一方、光熱費支援やエネルギー効率化支援を通じてCPIを当初▲0.4pt程度押し下げる効果も示され、当面のインフレ期待に抑制がかかったことが金利低下観測の後押しとなった。国債は増発されることとなったが、発行計画は2025/26年度で3,037億ポンドへ小幅増額にとどまり、需給面の不安は後退、英国債市場でも概ね波乱なく受け止められている。予算案発表直後こそBOEの利下げ拡大観測を受けて英ポンドは下落したが、間もなく持ち直している。

12月は18日にBOEの金融政策決定会合を控える。「データ次第」ではあるものの、10月CPIの低下、労働市場の軟化、秋季予算案で示された物価抑制策、という三点セットが揃い、25bpの利下げの実行可能性は極めて高いだろう。OIS市場でも11月末時点で90%超の確立で利下げが織り込まれている状況だ。12月以降もBOEの利下げが継続する可能性が高まっていることを考慮すれば、金利差面ではGBPの上値は重くなるだろう。とはいえ、他の主要国と比較した英国の政策金利の水準の高さや、今年最大のイベントと見られていた予算案発表後のイベントプレミアムの低下を考慮すれば、ポンドは対ドルで1.30から1.35を中心としたレンジでの展開の公算が強まっている。

ユーロ

対円で180円台定着。クロス円相場の水準の切りあがり鮮明に。

・11月のユーロ相場は方向感に乏しい地合いが続いた。しかし、これは対ドルでの議論であって、対円では断続的に史上最高値を更新し、遂に180円台定着に至っている。この点について照会が増えているものの、欧州に絡めた特筆すべきコメントは難しい。あくまでユーロ/ドル相場が動意を失う中、ドル/円相場が急騰し、単に掛け算の結果としてユーロ/円相場の数字が大きくなっているというのが実情である。2025年は歴史的にも珍しい「ドル安下での円安」であるため、ユーロ/ドル相場の堅調とドル/円相場の上昇が同時発生しているのである。もっとも、前月の本欄でも論じたように、当面の金利・物価環境を踏まえると、ユーロ/ドル相場の上値も期待できそうではある。とすれば、ドル/円相場の堅調が続くのであれば、ユーロ/円相場の190円台、果ては200円到達というのもそれほど非現実的な話ではない。もっとも、こうした視点は対ユーロ相場に限った話ではない。「ドル安下での円安」に目を奪われている間に、クロス円相場の水準は切り上がっている。本欄では大局観を維持するために実効相場で見ると習慣を推奨してきたが、その意味は足許で一段と大きくなっている。

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11月27日発行）より抜粋。

スイスフラン

安全資産としてのフランの需要は米政府閉鎖の解除や、世界的なリスクセンチメント回復でいったん後退

- スイスフランは11月は上下に荒い動き。上旬から中旬にかけては、フランス政局不安や米国の政治・経済情勢の視界不良、さらにはITバブル崩壊への懸念などを背景に、安全資産としての需要が再び高まった。その後は米政府閉鎖がようやく解除されたことや、世界的なリスクセンチメント回復を受けて、フラン安にふれている。
- 21日にはSNB（スイス国立銀行）シュレーゲル総裁が「必要ならマイナス金利も辞さない」と発言し、通貨高や外部リスクへの警戒感を強調。ただし、マイナス金利再導入には高いハードルがあるとも述べており、市場は当面の政策金利据え置きを織り込んでいる。
- また、11月には米国との関税協議が妥結し、米国によるスイス製品への追加関税リスクが後退。これによりスイスの輸出環境に対する懸念がやや和らいだ。
- 12月11日にはSNBの金融政策決定会合を控える。シュレーゲル総裁の発言は意識する必要があるものの、足元でフラン高圧力や輸出への懸念がやや和らぎつつあることを踏まえれば、マイナス金利再導入の可能性は低いだろう。

ノルウェークローネ

ノルウェー中央銀行は「様子見」姿勢を継続。

- ノルウェークローネは原油価格の下落におされてやや対ユーロで下落した。
- ノルウェー中央銀行は、11月6日の会合で政策金利を4.0%で据え置いた。「様子見」姿勢を継続。6月・9月にそれぞれ0.25ポイントの利下げを行った後、「様子見」姿勢を継続している。アイダ・ウォルデン・バチェ総裁は「インフレ抑制の仕事はまだ完遂していない。利下げを急ぐ必要はない。」とコメントしている。市場予想通りの結果であり、マーケットの反応は限定的となった。
- 政策金利の据え置き観測が強まり、ノルウェー固有の要因での変動は見込みにくい状況だが、原油・ガス依存度が高く、世界景気や原油価格の下押しリスクには引き続き注意が必要だ。

スウェーデンクローナ

リクスバンクは「当面の間、政策金利はこの水準にとどまる見通し」と明言

- スウェーデンクローナは11月に上下に振れながらもほぼ横ばい圏での展開となった。
- リクスバンク（中央銀行）は11月5日の金融政策決定会合では政策金利1.75%を据え置いた。リクスバンクは2024年春以降、9月までに8回の利下げを実施してきたが、今会合の声明文の中では「当面の間、政策金利はこの水準にとどまる見通し」と明言している。クローナの安定がインフレ抑制に貢献するとの評価も示している。こうしたスタンスも含めて市場予想通りの結果であり、マーケットの反応は限定的となった。
- 先行きも明確なカタリストに乏しく、クローナ的大幅な変動は見込みにくい。

マーケットデータ 主要経済指標ダッシュボード

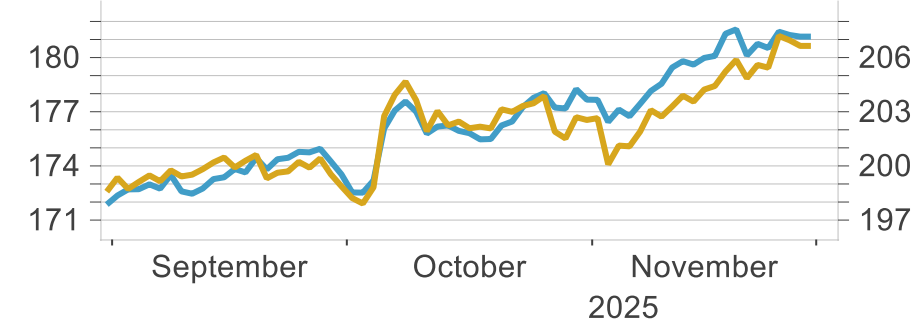
マーケットデータ① 為替市場

ユーロ、ポンドの対ドル、対円レート

【対ドルレート】



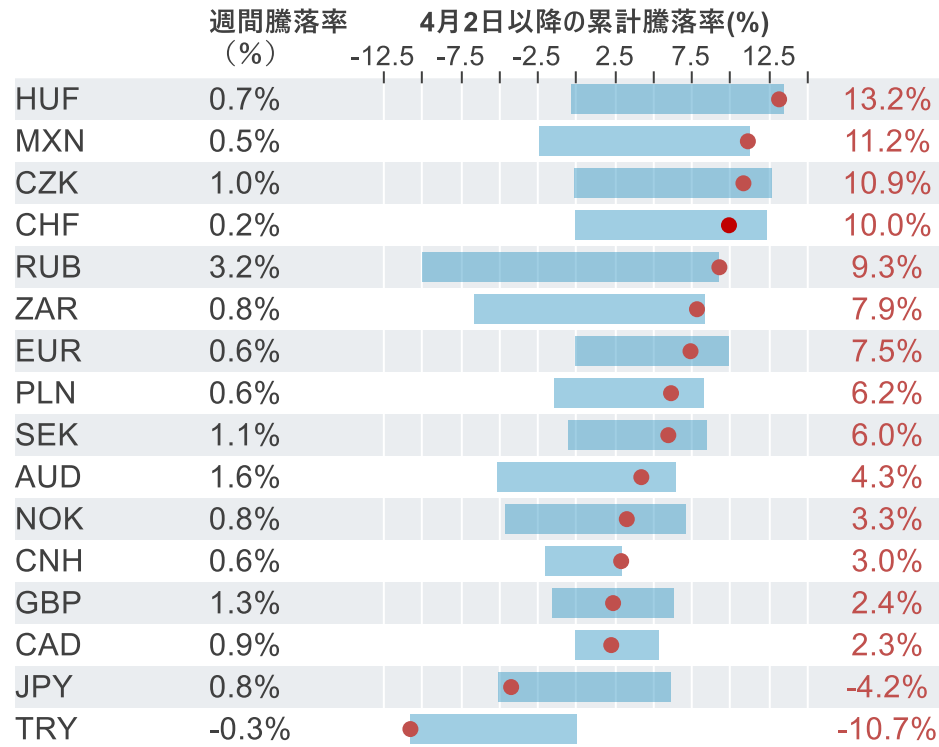
【対円レート】



— ユーロ（左軸） — 英ポンド（右軸）

Data as of 30 November 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

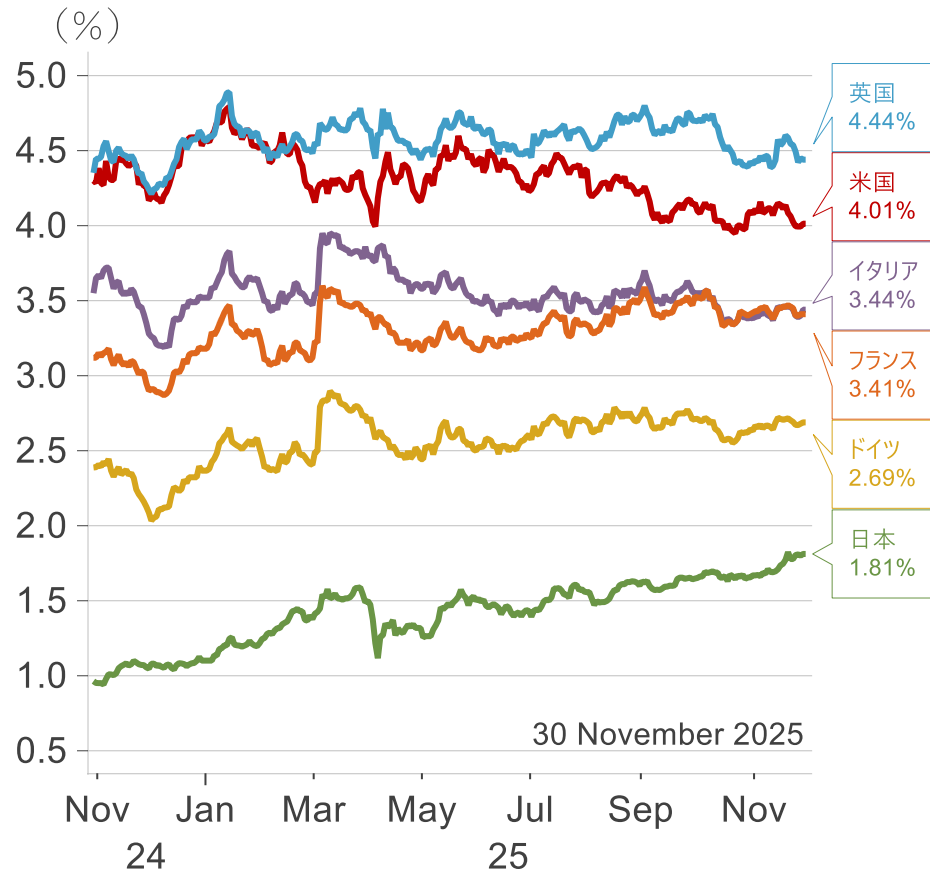


■ 4月2日以降の騰落率のレンジ ● 30 November 2025

(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

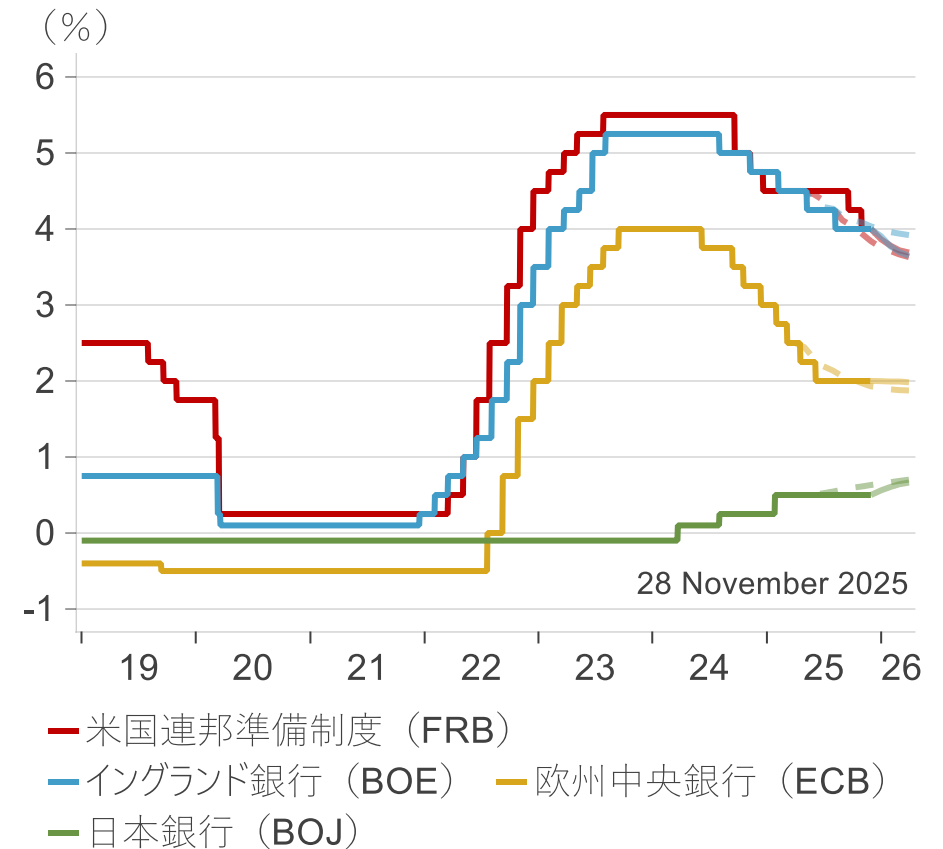
マーケットデータ② 10年国債利回り、各国政策金利

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)

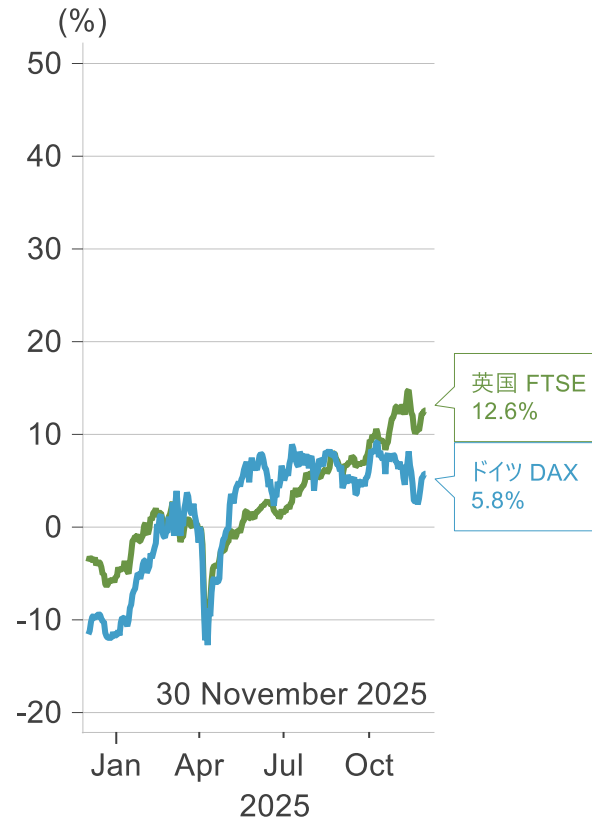
マーケットデータ③ 株式市場

米国



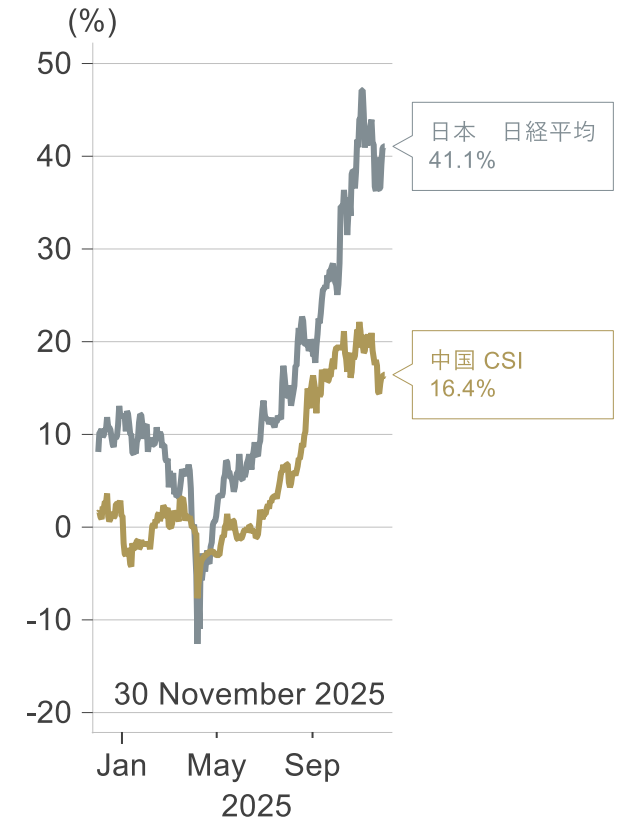
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

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



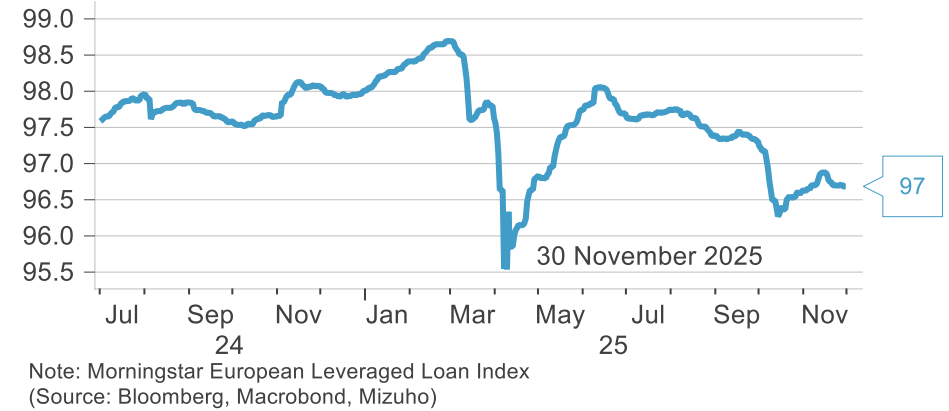
注：相互関税発表の前日（2025年4月1日）の終値を基準に騰落率を計算した。
（出所：マクロボンド、みずほ）

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



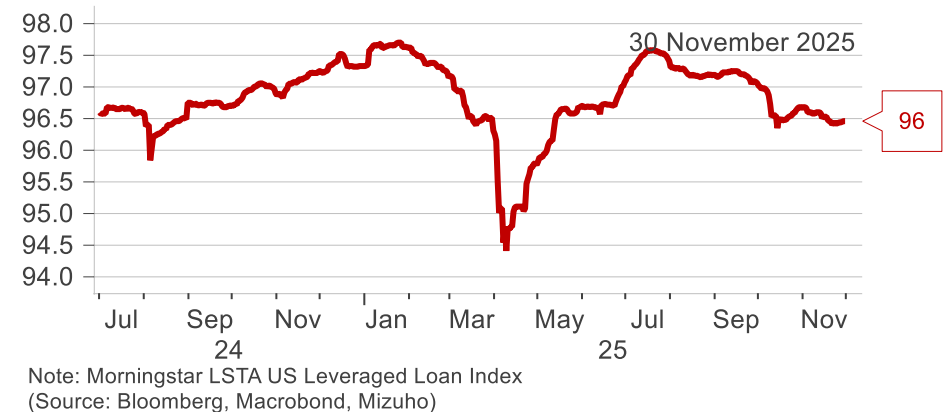
欧州 レバレッジドローン



米国 クレジットスプレッド

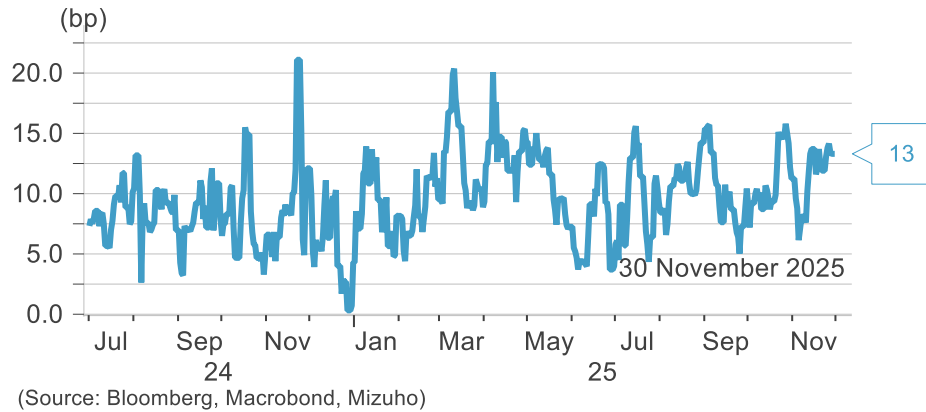


米国 レバレッジドローン

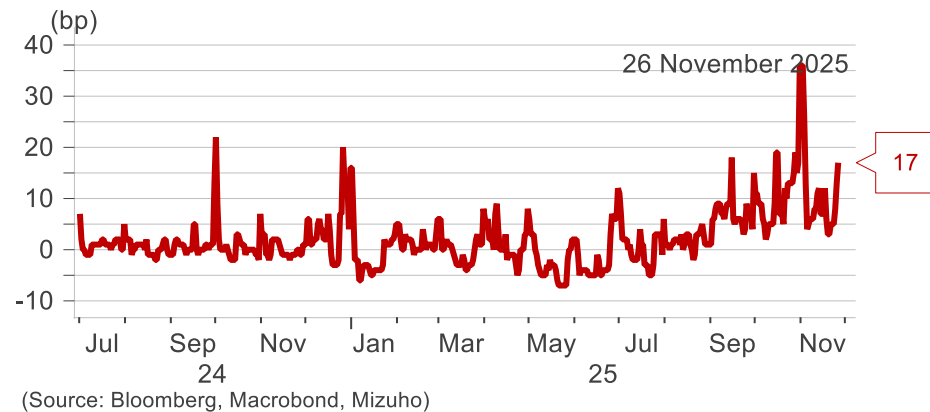


マーケットデータ⑤ 流動性、ドル調達環境

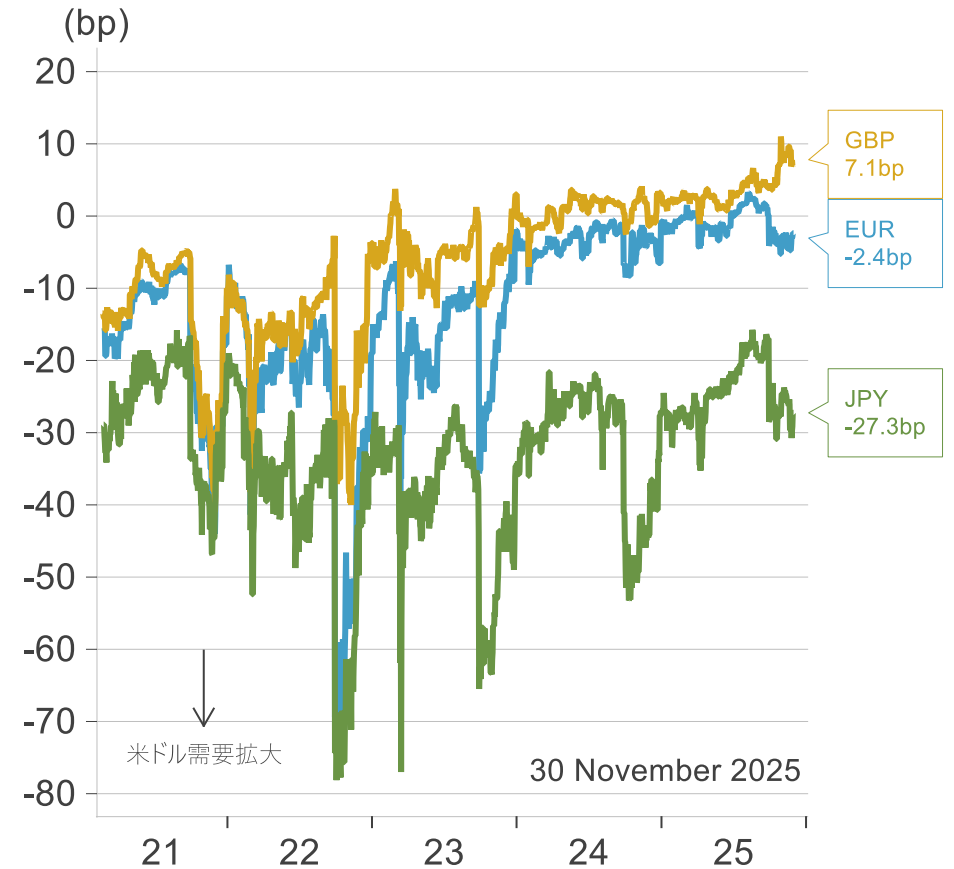
欧州 Euribor-OIS



米国 SOFR-OIS

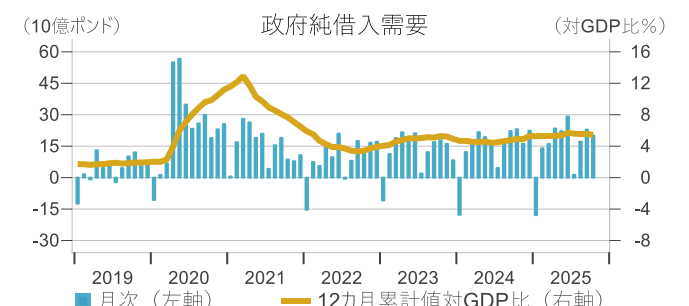
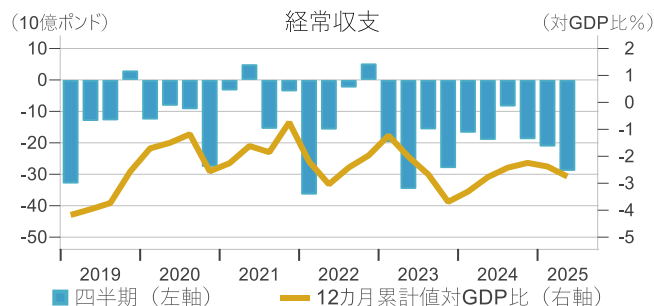
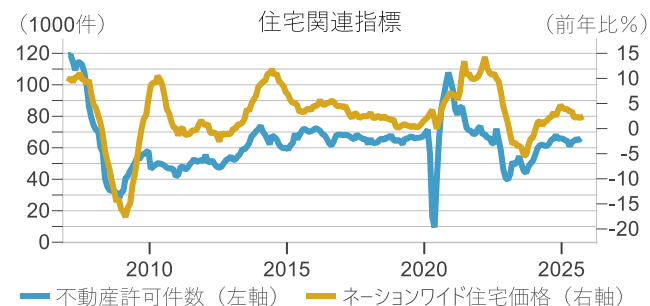
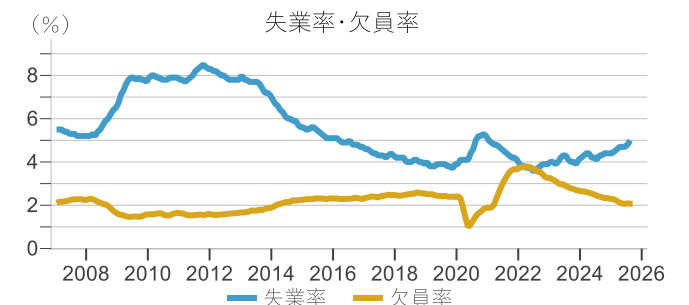
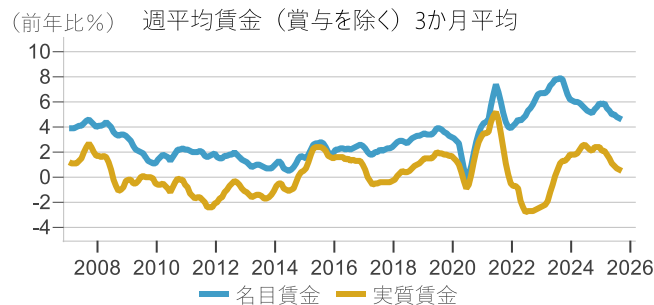
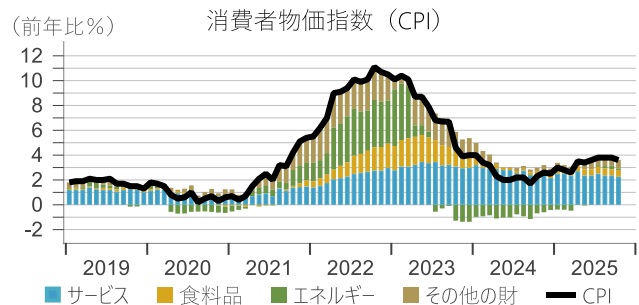
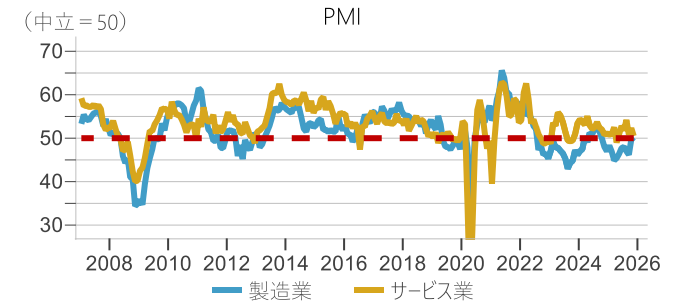
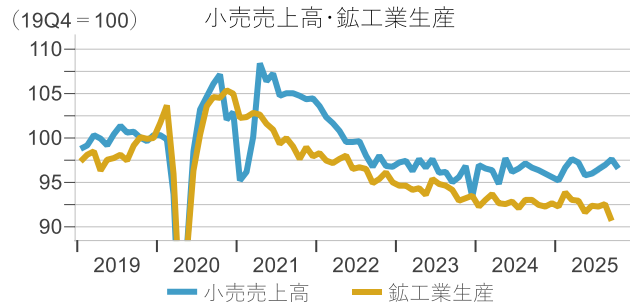
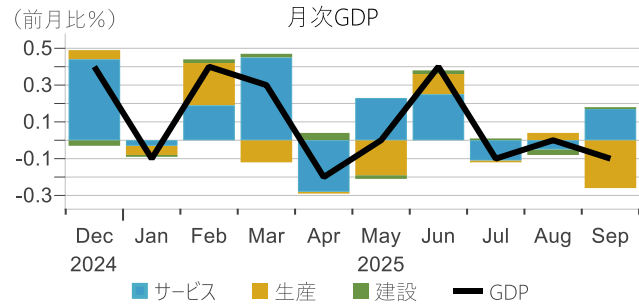


ユーロ、英ポンド、日本円 対ドル3か月ベースス



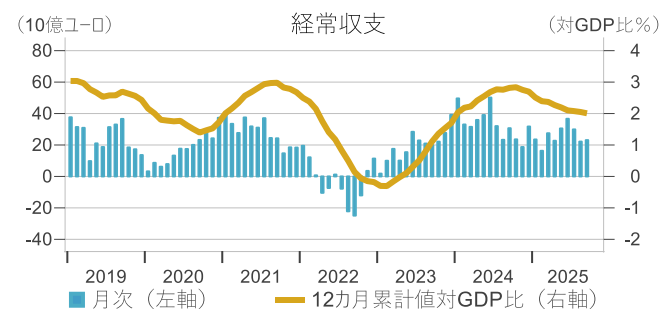
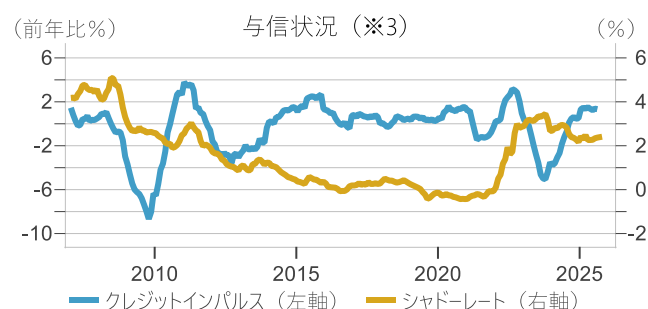
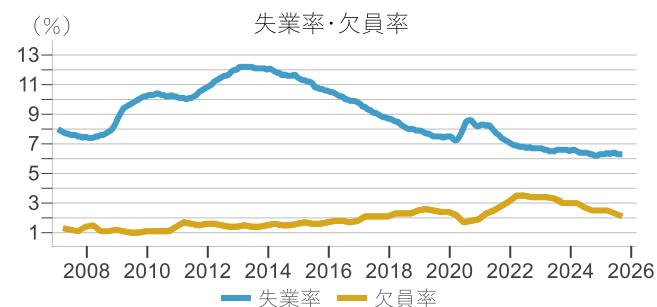
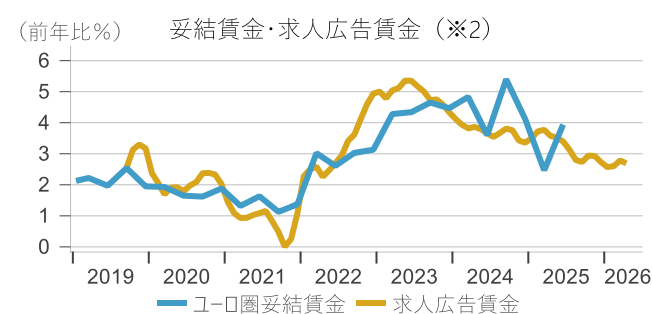
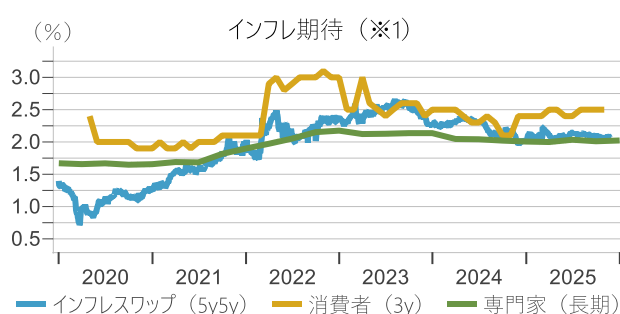
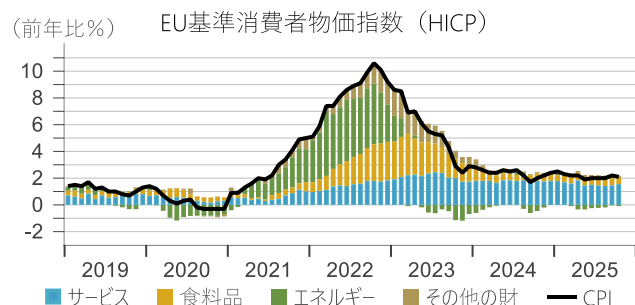
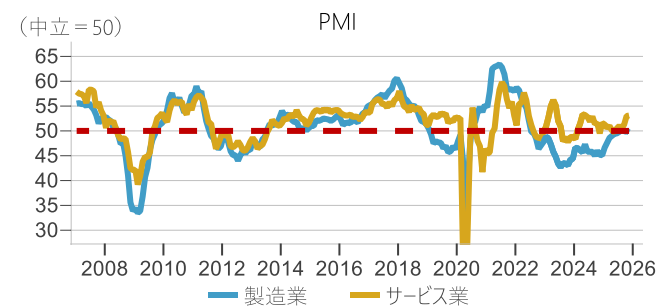
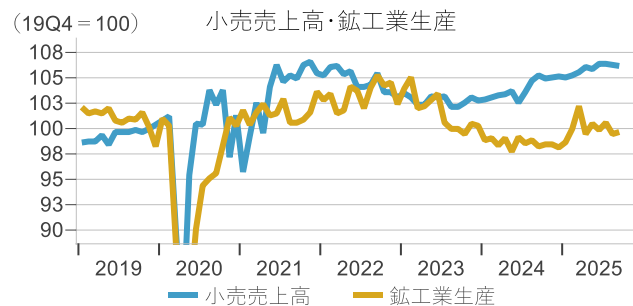
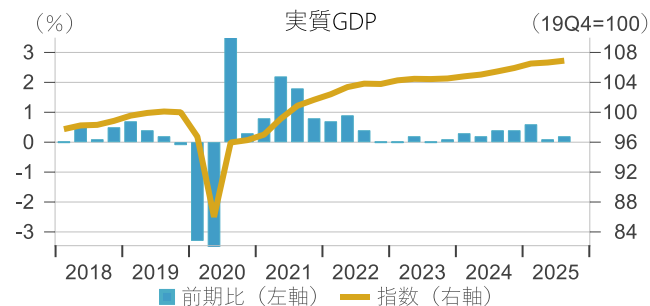
(出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ)

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。

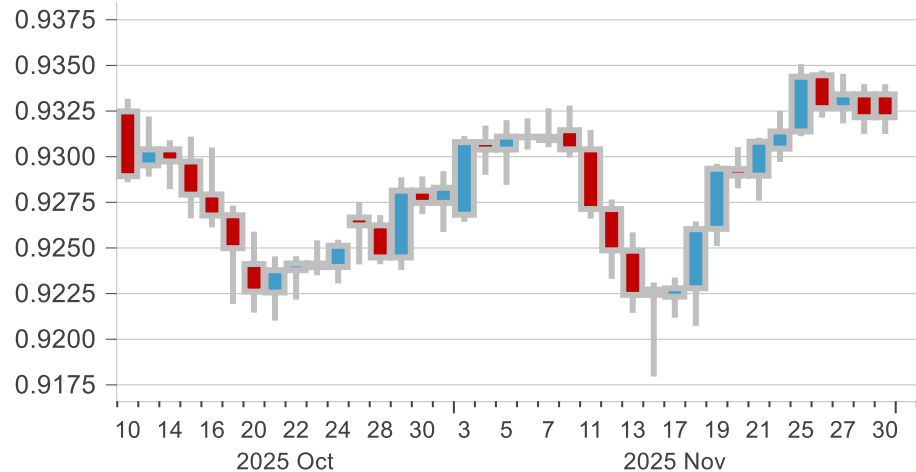
※2 求人広告賃金は、Indeed社が公表しているデータ。3か月平均をとったうえで、グラフでは6か月先行させている。

※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)



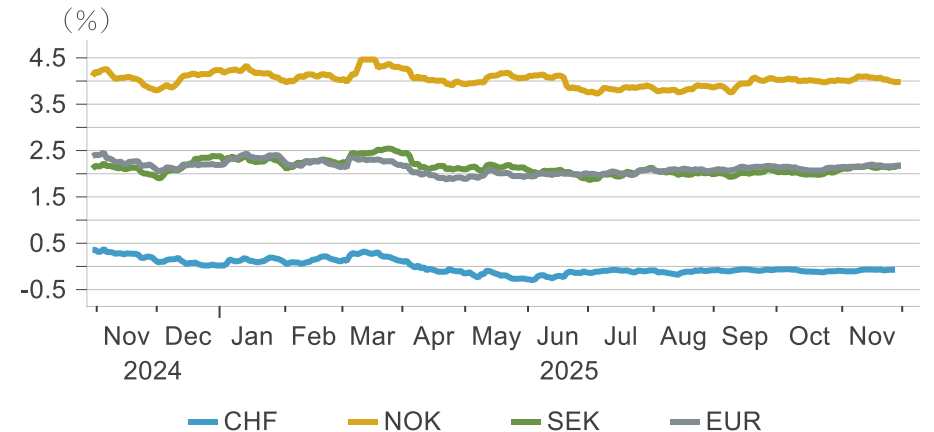
ノルウェークローネ対ユーロ相場 (EURNOK)



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]@mhceurope.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.