

公益財団法人かんぽ財団
かんぽフォーラム2025
トランプ2.0に揺れる世界と日本

ドル基軸通貨体制の行方と 高市新政権の喫緊の課題

BNPパリバ証券株式会社
経済調査本部長・チーフエコノミスト
東京大学 先端科学技術研究センター 客員教授
河野 龍太郎
2025年11月18日



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

『世界経済の死角』

2025年7月28日 幻冬舎より出版



- 序章 外国人にとって“お買い得な国”的裏側
- 第1章 なぜ働くほど楽にならないのか
- 第2章 トランプ政権で、世界経済はどう変わる？
- 第3章 為替ににじむ国家の迷走
- 第4章 日本からお金が逃げていく？
- 第5章 AIと外国人労働者が日本の中間層を破壊する？
- 最終章 変わりゆく世界



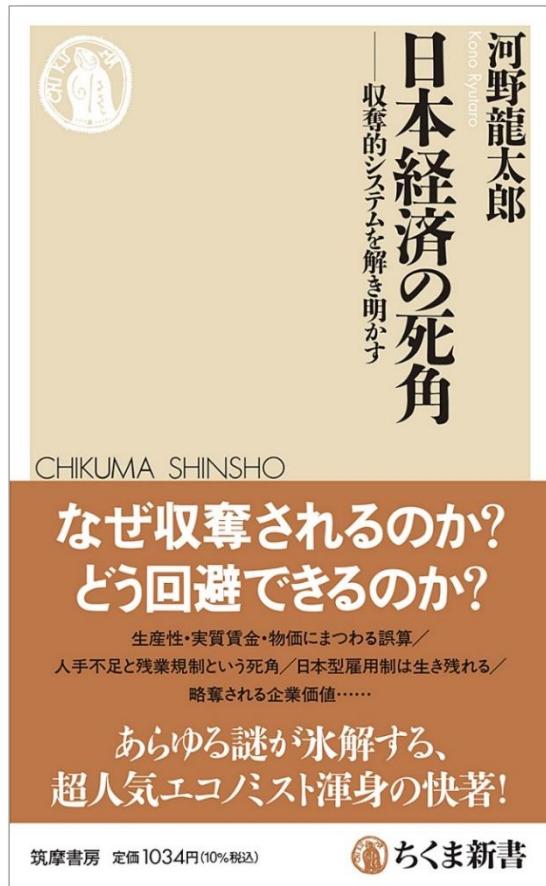
BNP PARIBAS

The bank for a changing world

MARKETS 360

『日本経済の死角 収奪的システムを解き明かす』

筑摩書房より2025年2月7日出版



- 第1章 生産性が上がっても実質賃金が上がらない理由
- 第2章 定期昇給の下での実質ゼロベアの罠
- 第3章 対外直接投資の落とし穴
- 第4章 労働市場の構造変化と日銀の二つの誤算
- 第5章 労働法制変更のマクロ経済への衝撃
- 第6章 コーポレートガバナンス改革の陥穰と長期雇用制の行方
- 第7章 イノベーションを社会はどう飼いならすか



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

MARKETS 360

もはや自由貿易には戻らない

- 米国の内向きが始まったのはオバマ時代末から。特朗普第一次政権で進められた保護主義政策は、バイデン政権で巻き戻されることはなかった。ポスト・特朗普で自由貿易に回帰することはない。新たな法律が作られ、10%程度の相互関税が維持される可能性がある。
- 資本や労働の移動について、「国境の壁」を低くすることは、自由市場経済と民主的な政治という共通の枠組みを持った人々がフラットに結びつく理想的な秩序に資すると期待された。実際には、デイビッド・グッドハートの言う、高い教育を受けて内外を自由に行き来することができるエニウエア族と、移動することが難しく一つの土地に縛られるサムウェア族の間で大きな格差が起こり、国内的な階級的分断が固定化する新しい封建制のような世界に向かっている。



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

MARKETS 360

どのような貿易体制となるのか？

- 各国企業は、米国で売るものは米国で生産するという「新・地産地消戦略」に。欧州、中国、東南アジア、中南米など、自由貿易を志向する国々は、CPTPPやRCEPなどを中心に、自由貿易協定を強化・広域化。結果的に、一定の関税を残そうとする米国と、自由貿易を志向する国々との間でブロック経済化が進む可能性。
- 経済のみならず、安全保障面で、米国と欧州は離反。文化戦争面では、むしろ、米欧は対立。欧州と中国の経済的、政治的な接近が、ブロック化を強めるリスクも。中国との領土問題を抱えない欧州の国々には、中国が戦後の多国間主義を前提としたリベラルな国際秩序の担い手の一つに映る。
- 日本は自由貿易協定においてリーダーシップを発揮する一方、米国では新・地産地消戦略を進めるしかない。厄介なケースは、米国が安全保障とすべてを絡めているため、米中のいずれかの選択を迫られるケース。



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

MARKETS 360

トランプ関税にかかわらず、深刻な景気減速が避けられる理由

- 第二次トランプ政権の主要課題の一つは、トランプ主義のレガシーを残すこと。深刻な不況の到来で、2028年大統領選の前哨戦となる2026年中間選挙で大きく敗退するわけにはいかない。2027年からの4期目就任を見据える習近平国家主席も事情は同じ。
 - 大国の最適関税理論に基づくと、輸出国企業が関税を転嫁せず、交易条件が米国に有利に改善されるため、インフレ圧力や実質所得低下が限られ、景気下押し効果が抑えられる。ただ、関税収入が所得再分配に回らず、支出性向の低い富裕層減税の原資に利用されるため、景気にプラスとは言い難い。
 - そもそも相互関税の根拠法とされる1977年国際緊急経済権限法は、大統領に關税設定の権限を与えていない。合衆国憲法第1条8節では、關税を課す権限や対外貿易を規制する権限は連邦議会に与えている。一連の關稅政策は違憲・違法であり、早晚、国内事業者の訴えで差し止めとなる可能性も。トランプの關稅戦略は、差し止め命令や違憲判決が発せられる前に、各国とのディールで成果を得ること。
-



BNP PARIBAS

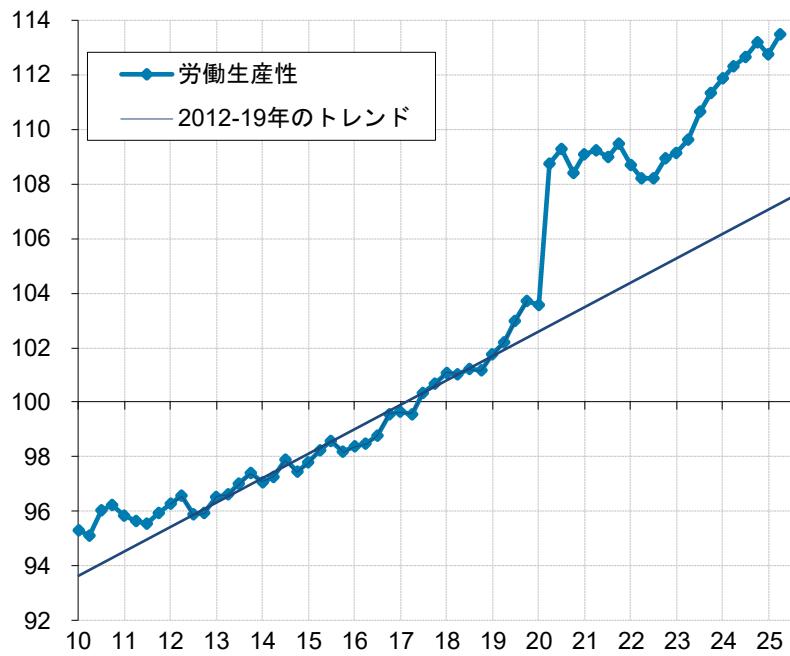
The bank for a changing world

MARKETS 360

なぜトランプ関税でも景気減速が避けられたのか？

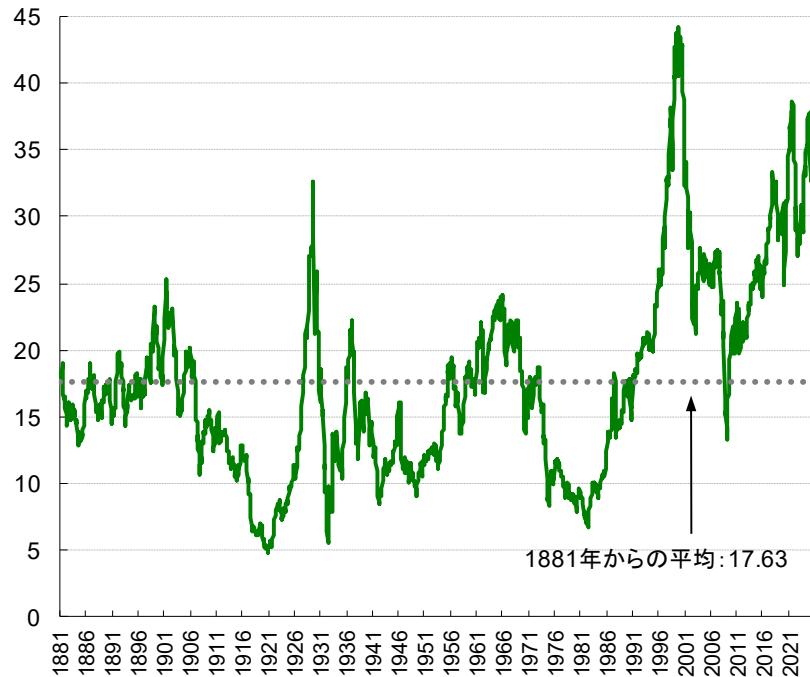
- 潜在成長率が上昇し、経済ファンダメンタルズの初期条件が著しく改善し、2%弱だった潜在成長率が3%弱に上がっていた可能性。
- FRBの金融緩和がAIブームを増幅し、資産効果も加わって、トランプ関税の影響を相殺。

図1:米国の労働生産性(季節調整値、2017年=100)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

図2:S&Pのシラー式PER



(出所) Robert Shiller HPより、BNP パリバ証券作成



BNP PARIBAS

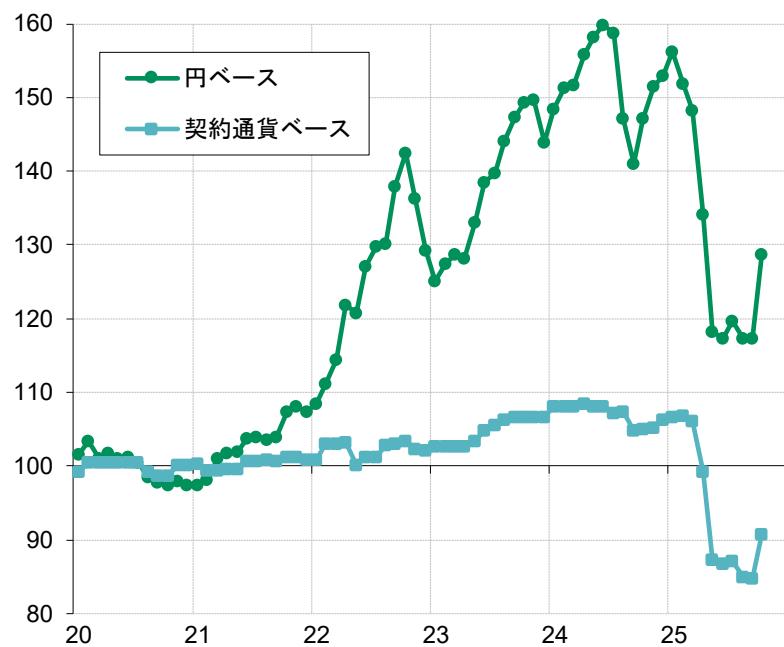
The bank for a changing world

MARKETS 360

トランプ関税の日本経済へのインパクトは大きいのか？

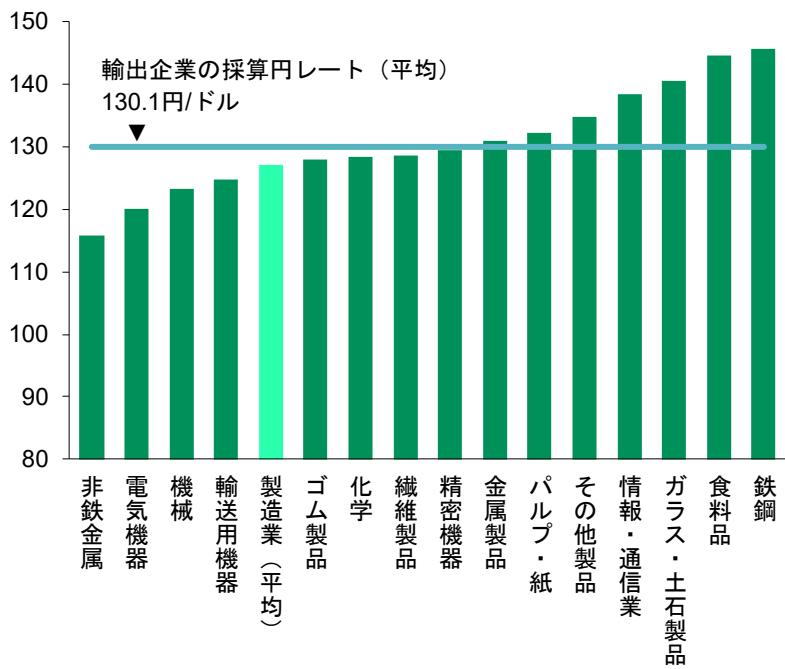
- 対米輸出は20兆円強であり、15%関税はGDP比0.5%のショックが輸出部門に集中。影響は小さいとは言えないが、円安が大きなクッションに。
- 輸出セクターの採算レートは1ドル130円程度で、15%程度の糊代。さらにAI需要に伴う電力関連財の輸出も悪影響を相殺。

図1：乗用車の北米向け輸出価格（2020年=100）



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

図2：輸出企業の採算円レート（円/ドル）



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成



BNP PARIBAS

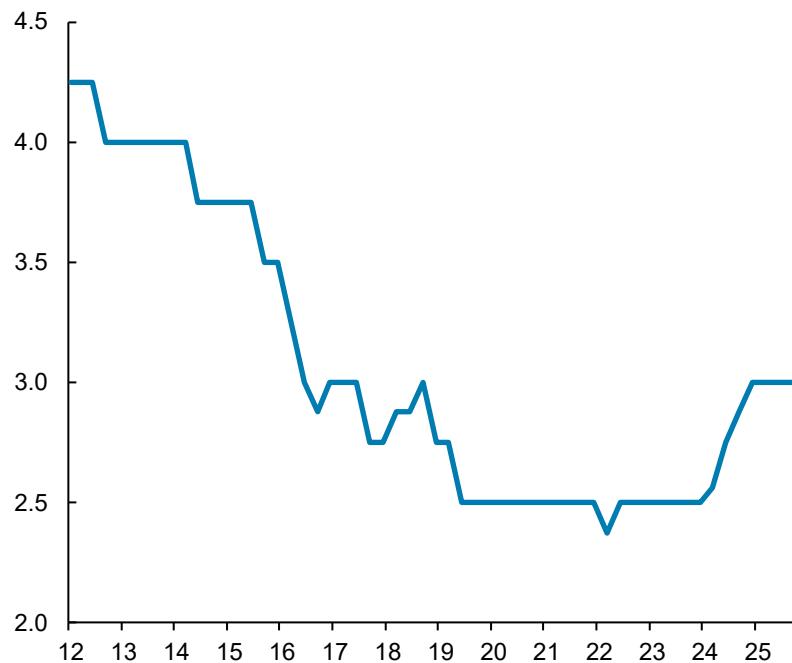
The bank for a changing world

MARKETS 360

FRBの12月利下げは既定路線か？

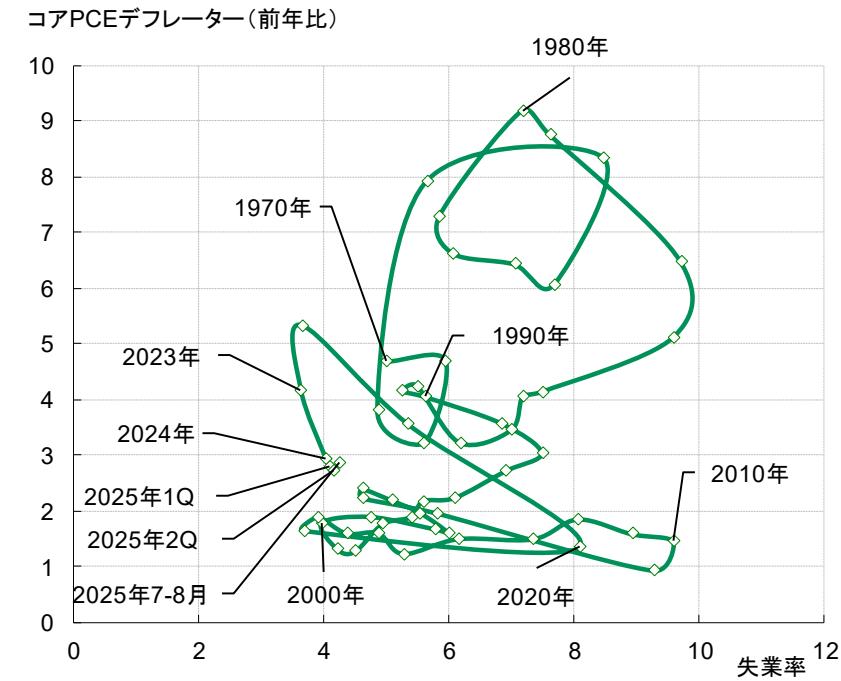
- FRBは1%の自然利子率(r^*)とインフレ目標の2%を前提に、名目中立金利を3%程度としている。ただ、財政政策の効果や生産性上昇率の高まりで、 r^* は短期的に1.5%程度まで上昇した可能性。インフレ期待も3.0%弱まで上昇した可能性。結果、名目中立金利は4.5%程度まで上昇した可能性がある。3%弱のインフレの下、労働需要は減速したが、労働供給も減速し、低い失業率が続いているため、12月利下げは確実と言えない。

図1: FEDが想定するFFレートの長期均衡(ロンガーラン)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

図2: 米国のフィリップスカーブ(暦年、%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成



BNP PARIBAS

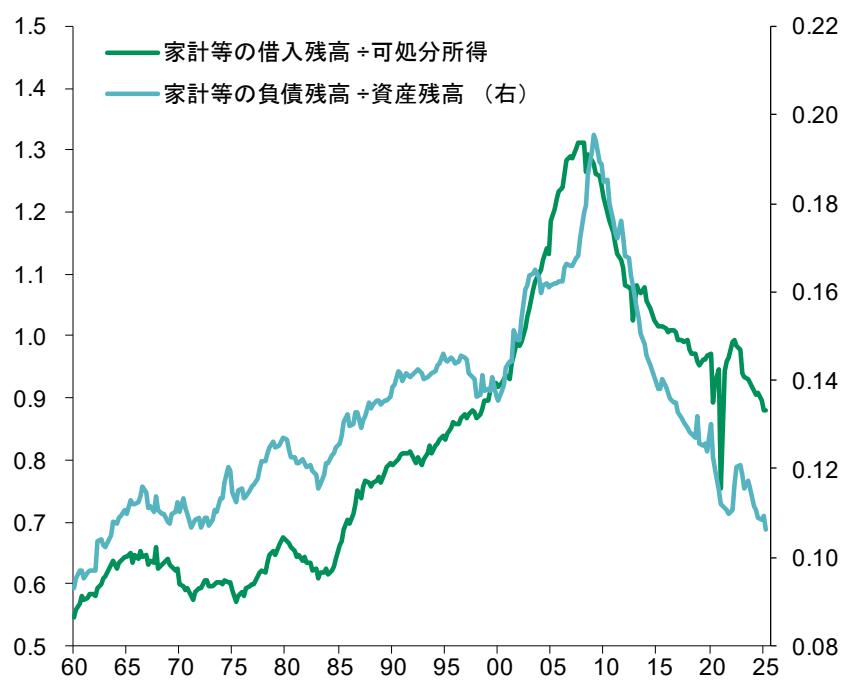
The bank for a changing world

MARKETS 360

不況に陥るリスクは高まっているのか？

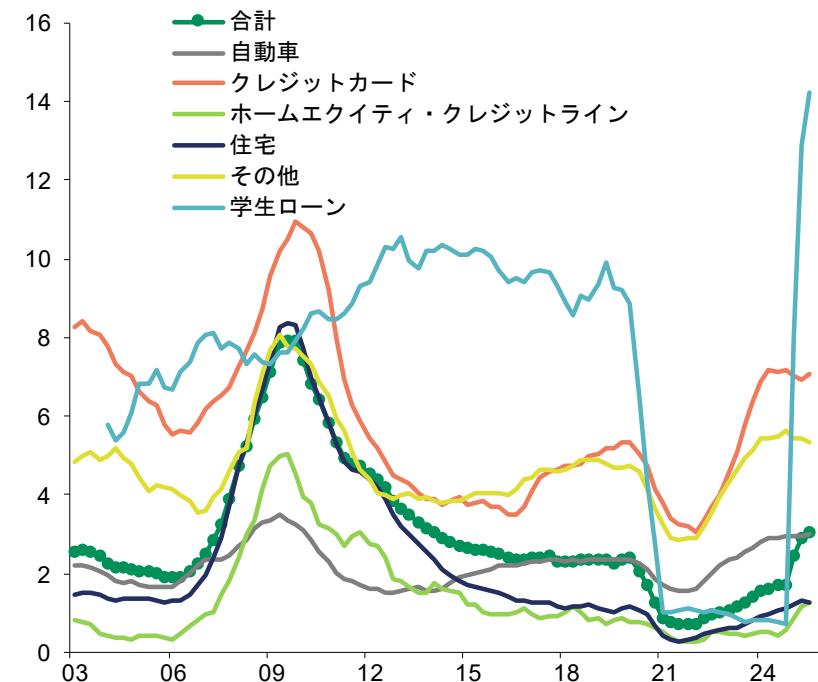
- 米国の典型的な不況は、家計債務の積み上がりがきっかけだが、現在、家計の債務は積み上がっていない。今もデレバレッジが継続。
- ただし、高金利の継続などによって、ローンの延滞率が高まるなど、低所得層の家計にストレスが高まっていると見られる。

図1:米国の家計部門の債務比率



(出所) Macrobondより、BNPパリバ作成

図2:米国の債務延滞率(90日以上、%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ作成



BNP PARIBAS

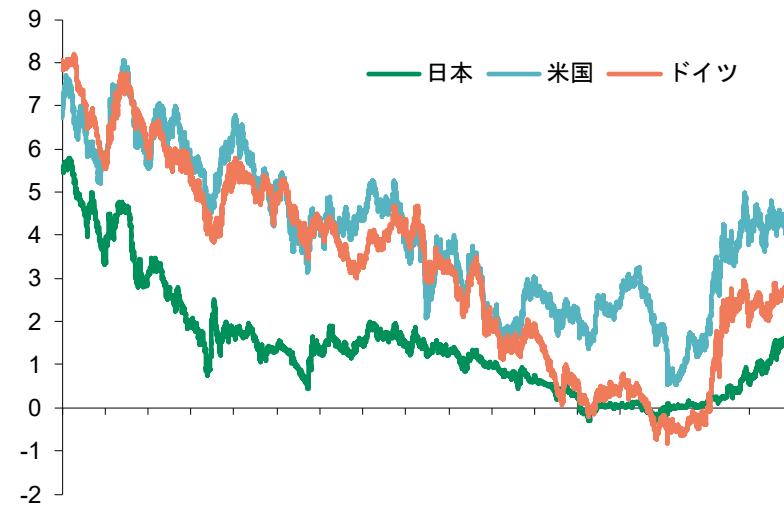
The bank for a changing world

MARKETS 360

株高と公的債務の持続可能性を担保していた条件が消滅？

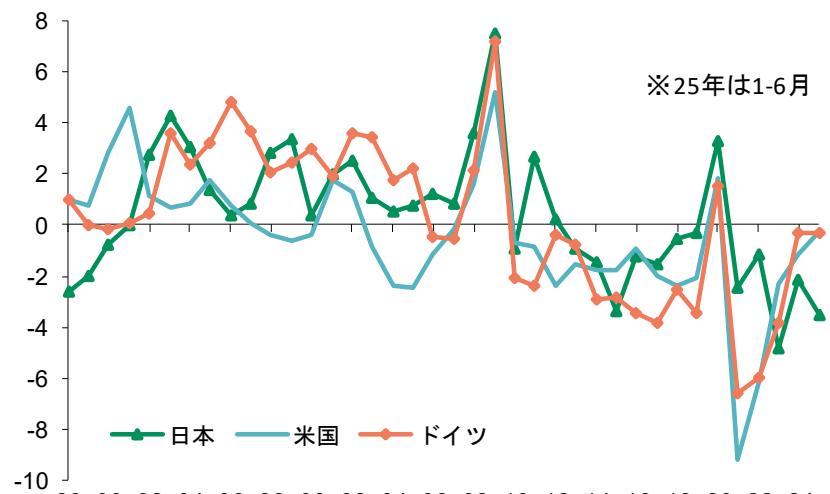
- 2000年代末以降、「成長率>長期金利」が続いていた。これはバブル醸成の条件であり、公的債務の発散を避けるためのドーマー条件でもあった。安全資産を供給できない新興国の購入などが要因だが、米国の通貨霸権の持続に対する疑念から、2025年に入って長期金利が下がりづらくなっている。新興国が米国債の購入をためらえば、米国の資産価格は下落し、財政の持続可能性が疑われる事態に。

図1：日米欧の長期金利(10年、%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

図2: 長期金利-名目成長率(%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

MARKETS 360

10

思ったより早く訪れた「キンドルバーガーの罠」

- キンドルバーガーの罠(ジョセフ・ナイ) : 「真の危機は、トウキディディスの罠ではなく、キンドルバーガーの罠である。米国が1930年代の英國のように、國際公共財の供給を怠ることだ」。米国の霸權の衰退ではなく、意思の放棄を警告。
 - なぜ、1929年の米国の大恐慌が世界恐慌につながったのか(チャールズ・キンドルバーガーの「霸權国不在」論) : 霸權国だった英國が、第一次世界大戦で國力を失い、世界經濟の安定を維持するための「グローバル公共財」である霸權国的能力を發揮できなくなった。当時の米国は、それを果たす政治的意圖が全くなかった。
 - 國際經濟システムを安定させるための霸權國の經濟的機能 : ①國際的に開かれた財市場の維持、②長期資金の各國への供給、③安定的な為替相場システムの維持、④協調的なマクロ經濟政策の運営、⑤危機時のグローバルな「最後の貸し手機能」の發揮。
 - 当面の問題は、オルタナティブの出現ではなく、1930年代のようなG0体制が長引き、世界經濟の混乱が続くこと。「グローバル公共財」の供給において、残った主要国は対応できるか。
-



霸権の意思の問題だけではなく、能力低下の問題も

- CEA委員長スティーブン・ミラン:「各国は米国主導の安全保障やドル国際金融システム、自由貿易システムにフリーライド。利用料を徴収する必要があり、関税はその対価の一つ」、「各国は、米国関税を受け入れ、米国製品を購入し、防衛支出の拡大と米国から装備品を購入し、米国へ直接投資を増やし、グローバル公共財の供給への対価として、米財務省へ財政的拠出しなければならない」。
- 米国が霸権から得る利得は大きく、真の問題は、それがITや金融などの一部に集中していること。国内で利得を回収し、再分配を行うべきだが、それが政治的に困難になっている。米国が霸権の維持が困難になったのは、中国やグローバル・サウスの台頭、ユーロの台頭もあるが、それだけが理由ではない。霸権や通貨霸権に対する国内の正統性や信認が低下していることが背景。
- トランプ関税は、71年のニクソン・ショックと同じ構図。60年代の公民権運動後の国民統合に失敗し、他国に負担を押し付け。トランプ周辺のポストリベラリズム(パトリック・デニーン)やナトコン(ヨラム・ハゾニー)のリベラリズム批判とも対応。



各國は非ドル国際金融システムの準備を始めているのか？

- 代替的システムがなければ、コストが増えてもドルシステムに留まるしかないが…。既に2022年のウクライナ戦争では、OFAC(米財務省外国資産管理局)制裁の一環で、ロシアをSWIFT(国際銀行間通信協会)から追放。中国はドルシステムからの放逐を恐れ、CIPSの強化など、準備を開始。「金融の核兵器」を食らったはずのロシアは、中国やインドと貿易を行う一方、軍事ケインジアン体制で完全雇用を維持。非ドル決済の実績は積み上がりつつある。
- 2010年代に米国が原油輸出国になり、既に「ペトロダラ一体制」には揺らぎ。そもそも1970年代に「ペトロダラ一体制」が確立したのは、米国が原油輸入国になったから。原油をドルで決済し、代金をドル国債で運用し、米国は中東の安全保障にコミット。エネルギー、国際金融、安全保障の三位一体のコミットメントだったが、その必然性は失われている。中東から原油を購入する中国にとり、「ペトロチャイナ体制」確立の妙味は大きい。
- 今後もドル単一基軸通貨性問題は燻る。



第1案はキンドルバーガー的な「G0通貨体制」

キンドルバーガーは、霸権国の機能が果たせなくなった英國と、それを引き継ぐ意思を示さなかった米国の間に「空白」が生まれた結果として、1929年から始まった米国の大恐慌が、1930年代の世界大恐慌に発展したと分析した。1930年代の国際通貨体制とは、典型的なG0型の無秩序な国際金融体制に他ならない。

- G0体制下では、霸権国も、制度的枠組みも欠如したまま、各国がそれぞれ自国通貨や金、地域通貨、暗号資産などを準備通貨として並列的に運用する状況が常態化。
- 通貨選択は各国の地政学的志向や貿易ブロックに連動して分断化されやすく、制度としての整合性や安定性には程遠い。
- 國際金融はフラグメンテーション(断片化)を深め、不況や資本逃避が起きたびに、競争的通貨切り下げや決済制度の分裂が繰り返される。最も不安定な国際通貨体制の典型であり、他地域からの悪影響を遮断しようと、ますますブロック経済化(断片化)が進む悪循環に陥る。



第2案は複数基軸通貨体制論

バリー・アイケングリーン：米ドルの一極支配は歴史的に例外的現象であり、将来的には、「複数基軸通貨制」への移行が望ましい（「とてつもない特権」）。ドルの地位が低下し、ユーロ・人民元の地位が上がり、複数基軸通貨制に向かえば、現状からの漸進的改革案ともいえる。ステーブルコインが加わる可能性も。

- 米ドル一強体制は特殊な冷戦構造の産物であり、例外的な状態であって必然でも永続でもない。
- 多極的通貨体制は歴史的には珍しくない。19世紀末～20世紀初頭には、金本位制の下、ポンドと共にフラン、マルクが併存して使われていた。1920年代もポンドとドルが並立。
- ユーロ誕生後、人民元の国際化、デジタル通貨登場によって、ドル依存の構造は搖らぎ、ドル霸権は徐々に希薄化。米国の公的債務や政治の機能不全がドルの信認を長期的に蝕む。
- 「相互牽制と冗長性のある構造」：一国の政策ミスが全体に波及しづらい制度設計。ただし、各国間の協調がなければ、為替の過度な変動や流動性の地域的な偏在が起こり、G0的な世界に陥るリスクも。



第3案：民主的な「バンコール構想」がドル体制を覆す？

- 現段階で、中国人民元を中心とする国際金融システムの構築は困難。ただ、1944年のブレトンウッズ会議でケインズの提唱したバンコール型の仮想・国際決済通貨システムの導入は不可能ではない。バンコールの裏付けに、人民元やインドルピー、ブラジルレアルなど主要新興国通貨を用いれば、より民主的な制度の構築が可能。
- ケインズは、英国が基軸通貨を失うのは諦めていたが、米国が「途方もない特権」を得るのは避けたいと考えていた。本来、先進国から新興国に資本が流れるべき。しかし、国際金融システムに参入するにはドルを持たなければならず、新興国が米国に資本輸出。特定通貨を基軸通貨とするのは大きな弊害。
- 自由な国際資本市場の下で、中国主導のバンコールは機能するのか。ただ、多くの新興国は、自由な国際資本市場を望んでいない。自由な国際資本市場のメリットを受けているのは、先進国の金融機関。
- 超国家的な合意が必要であり、ハードルは高い。SDRの発展形やデジタル技術を駆使した仮想通貨はバンコールの進化型。



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

MARKETS 360

霸権通貨の「秩序ある撤退」のためのスターリング・エリア

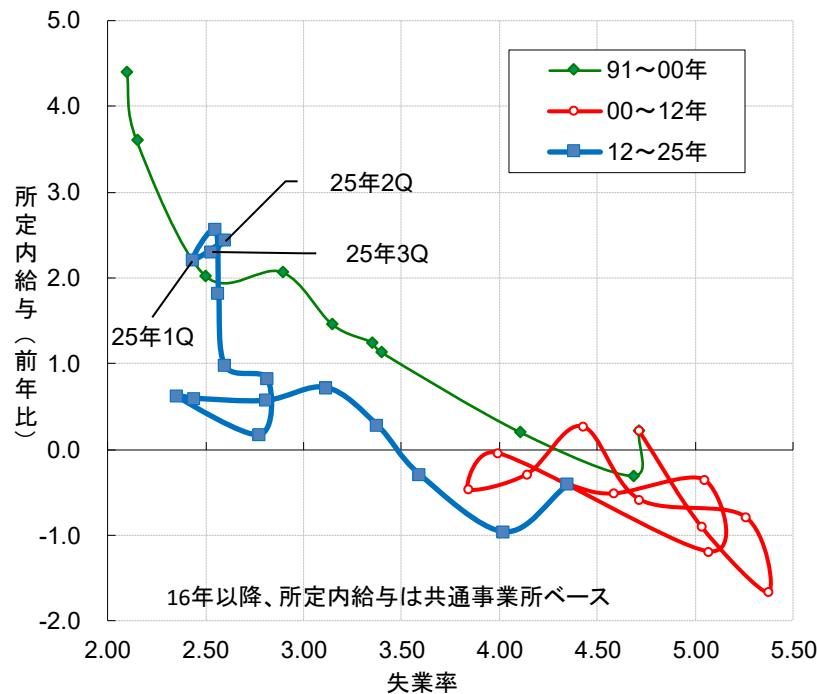
- 戦後、ポンドからドルに基軸通貨が移行した際、最もダメージを被ったのは英國だが、巨額のポンド資産を抱えていた英連邦の国々も多大なダメージを被った。英國は通貨霸権の崩壊を制御するため「スターリング・エリア」を構築し、加盟国の外貨と金準備を一元管理し、スターリング債務の凍結・分割払いを進め、ポンド防衛と公的債務管理、海外債務の処理の時間稼ぎを制度的に確保。通貨霸権の回復ではなく、巨額の対外債務を抱える中で大混乱を避けるための縮小・撤退の制度(フィリップ・ベル)。
- 1947年に続く、1967年の切り下げで、ポンドの信認喪失が明らかになった後も、英連邦諸国は、ドル転換を行わず、保有を続けた。制度的慣性が延命を可能に。葬るコストが大きいため、延命されていただけのゾンビ国際通貨(メイリス・アヴァロ)。
- ただし、大戦直後も英國に農産物を輸出したアルゼンチンなどはドル転換を強く要求、英國の中東における軍事的プレゼンスが低下すると産油国もドル転を要求。目先の不自由を感じず、ニュージーランドは最後まで抗わず英國に従った。現在の日本も同様？
- EU、日本、韓国に巨額の対米投資を約束させた米国は既に撤退準備？



なぜ高いインフレが続いているのか？

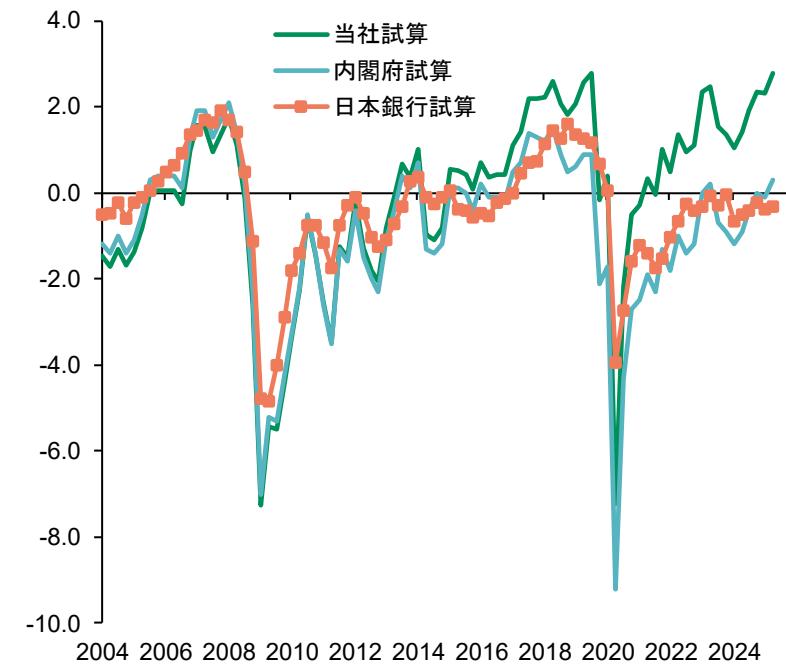
- 3%程度のインフレの下、0.5%の政策金利が維持され、低い実質金利が円安傾向を招き、それが完全雇用の中でホームメイドインフレ化。物価高対策として拡張財政を繰り返すと、インフレ圧力を醸成するだけで、有権者の怒りは収まらず。モデレートな景気回復の下、実質賃金の低迷を通じ、家計からの所得移転で企業業績は好調で、それが株高の背景。

図1：賃金版のフィリップスカーブ（暦年、%）



(出所)厚生労働省、総務省資料より、BNPパリバ証券作成

図2：需給ギャップ（季節調整値、%）



(出所)日本銀行、内閣府、経済産業省、総務省等資料より、BNPパリバ証券作成



BNP PARIBAS

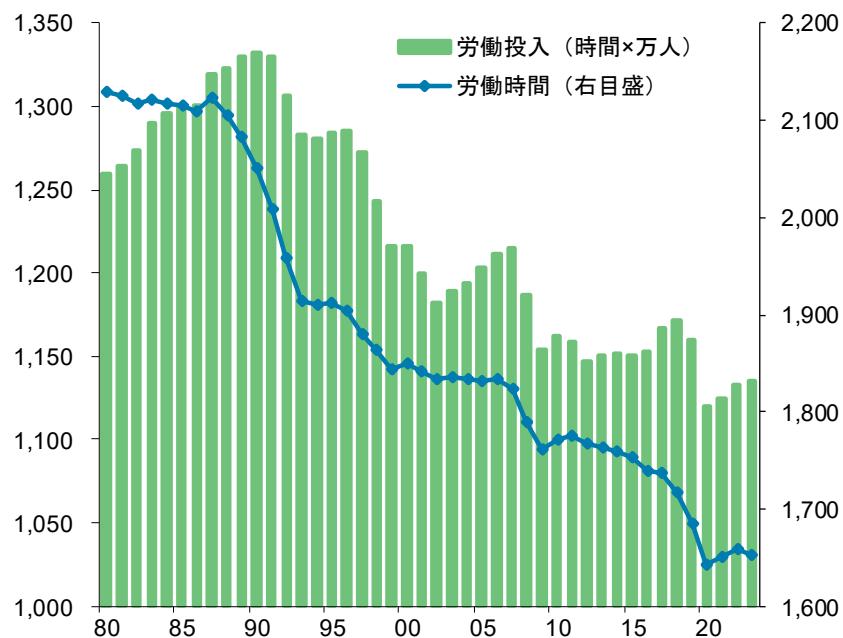
The bank for a changing world

MARKETS 360

見過ごされた働き方改革の影響

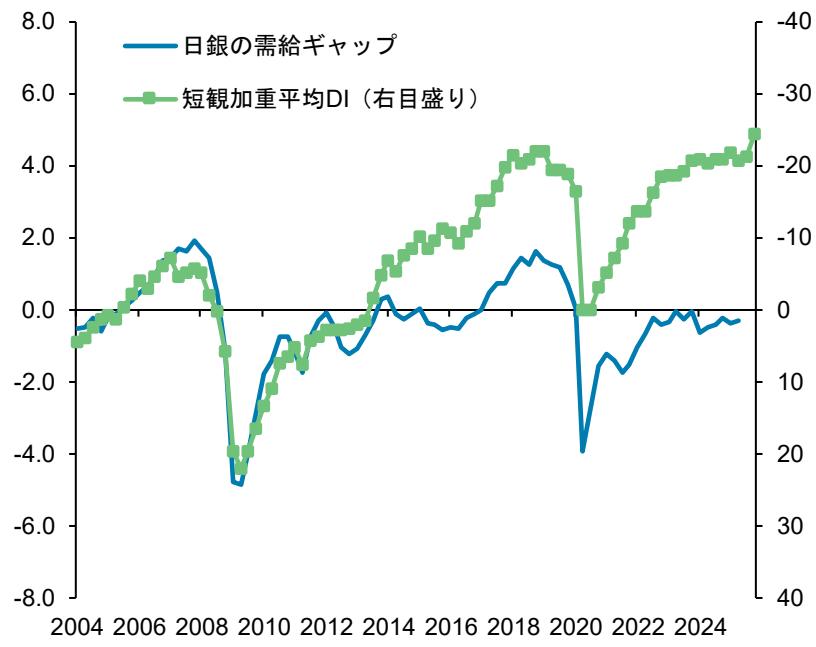
- かつて、景気拡大には正社員の残業で対応していたが、残業規制で困難に
- 2020年4月に残業規制が中堅中小企業に適用されたが、コロナで影響は現れず。コロナ終息で、2023年5月に経済が再開した途端に、影響が顕在化
- 2024年4月には、残業規制が猶予されていた運輸・建設にも適用され、人手不足は深刻化

図1:一人当たり労働時間と労働投入量(=労働時間×就業者数)



(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成

図2:日銀需給ギャップと短観加重平均DI



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成



BNP PARIBAS

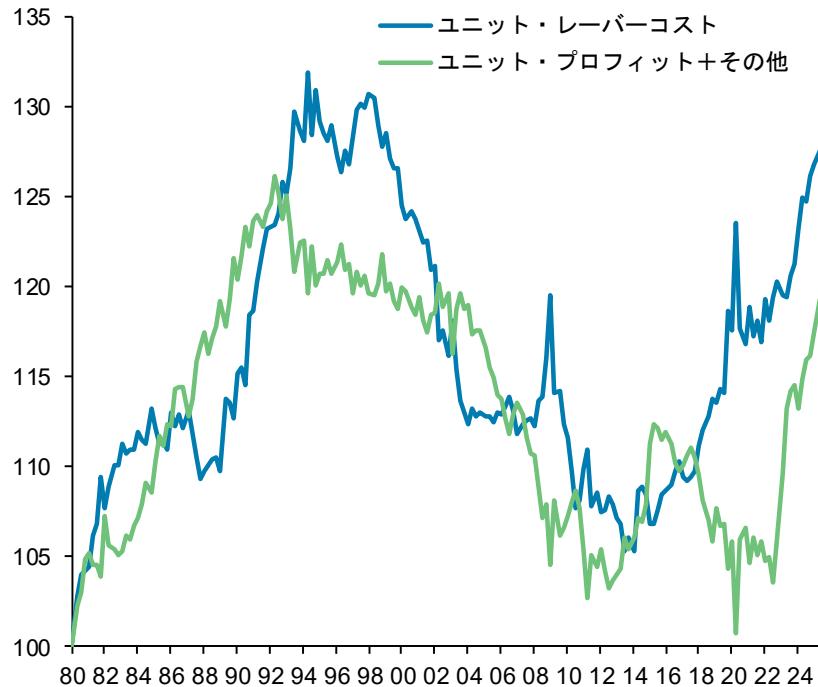
The bank for a changing world

MARKETS 360

日本はグリードフレーション？

- GDPデフレーターを左右するのは、国内ではユニットレイバーコストとユニットプロフィット
- ユニットレイバーコストは、賃上げと生産性の低い雇用の増大で、切り上がる傾向
- ユニットプロフィットも、価格転嫁が続き、上昇傾向

図1: ユニットプロフィットとユニットレイバーコスト
(1980年1Q = 100)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

図2: ユニットプロフィットと交易利得



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

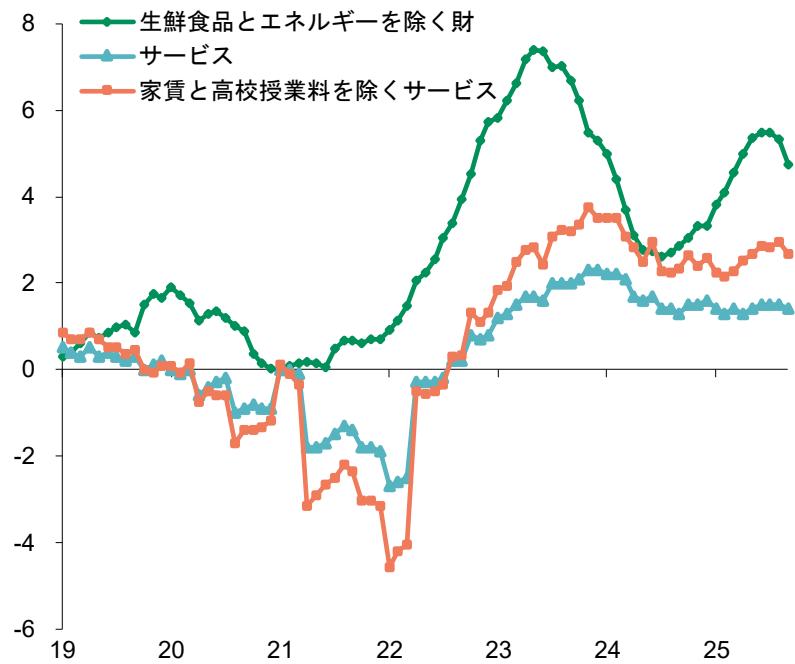
MARKETS 360

20

サービス価格の上昇は遅れているのか？

- 日本では、高めの財インフレ、低めのサービスインフレが継続。
- 9月のサービス価格は前年比1.4%（8月1.5%）だが、家賃と高校授業料の下押しが大きい。これらを除くと2023年3月から2%超えが続き、9月は前年比で2.7%（8月3.0%）。サービスは、質の劣化による実質値上げが十分捕捉されていないことも、考慮する必要がある。
- 3%インフレが常態化し、基調的物価上昇率が2%に未達というのは、説得力に乏しい。

図1:CPI・財とサービス(前年比、%)



(出所) 総務省資料より、BNPパリバ証券作成

図2:企業向けサービス価格指数(%, 前年比、消費税調整済み)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成



BNP PARIBAS

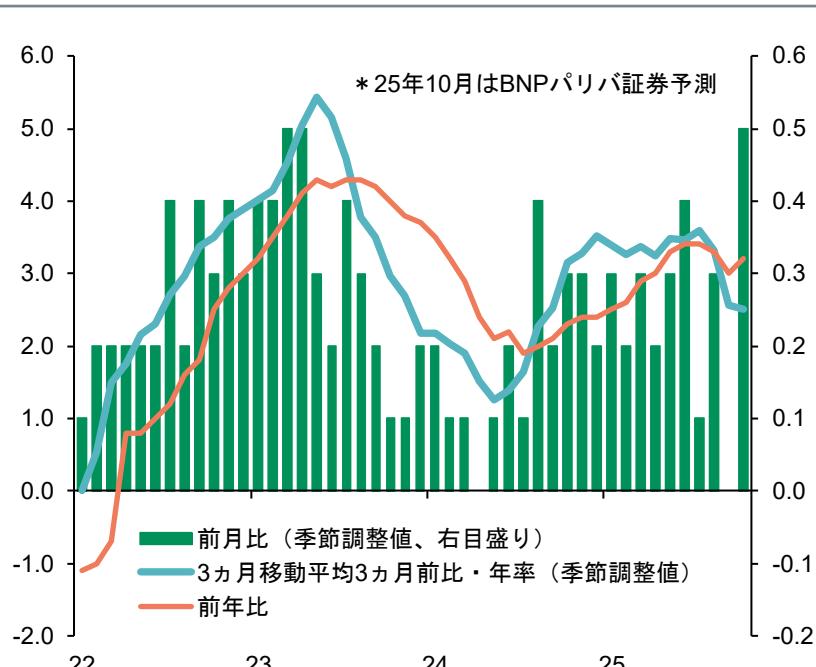
The bank for a changing world

MARKETS 360

次回利上げのタイミングは？

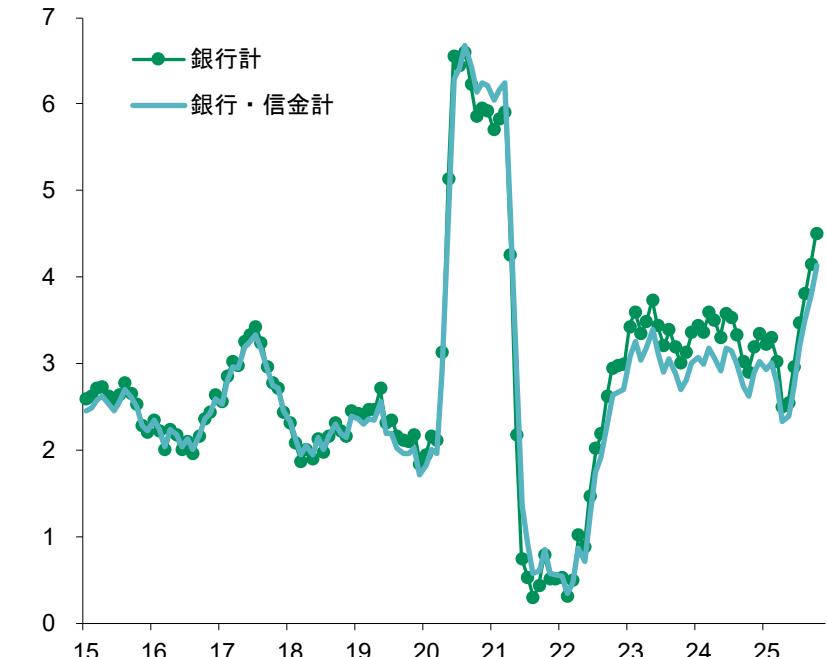
- 高めのインフレが続き、トランプ関税なかりせば、5月利上げもあり得た。
- 9月短観で景気の堅調さが示されたが、弱い米国の雇用統計もあり、日銀は急がず、メインシナリオは12月利上げ再開。高市政権の誕生で、1月にずれ込む可能性も。
- 日本銀行は景気に慎重であるため、利上げの遅れで、ビハインドザカーブに陥り、将来、中立金利を超える水準まで利上げを余儀なくされるリスクも。

図1:新型コアCPI(全国、%)



(出所) 総務省資料、BNP パリバ証券作成

図2:銀行貸出(前年比、%)



(出所) 日本銀行資料より、BNP パリバ証券作成



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

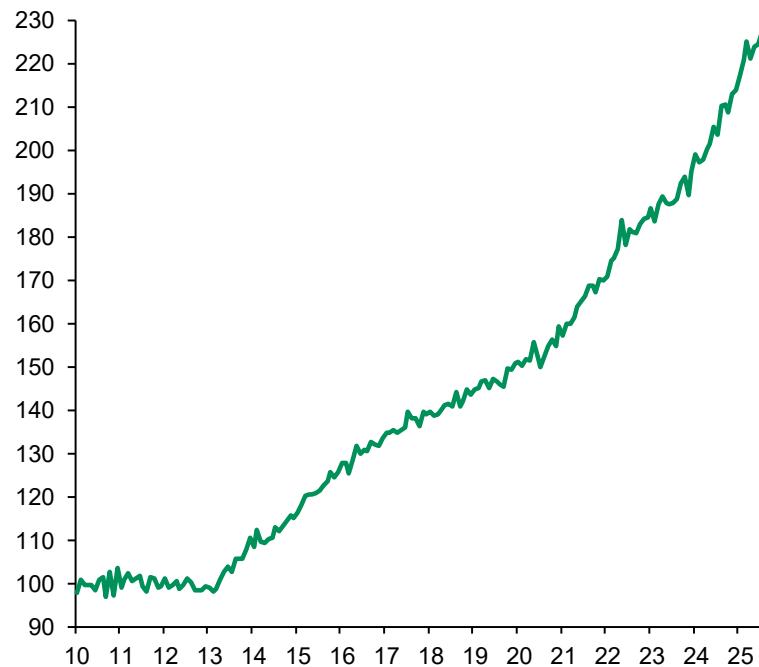
MARKETS 360

22

オーバーナイト金利をどこまで引き上げるか？

- 我々が想定する自然利子率はマイナス0.5%。2%インフレ期待が定着した場合、名目中立金利は1.5%。現段階では中立1.5%のターミナルレートを想定。
- トランプ関税でも2026年春闘で賃上げが継続すれば、基調的な物価上昇が2%に達したと判断され、利上げペースを加速する必要がある。政治的要因で、遅れれば、中立水準を超える利上げが必要となる可能性が高まる。

図1: 東京都のマンション価格(2010年=100、季節調整値)



(出所) 国土交通省資料より、BNPパリバ証券作成

図2: 実質金利(オーバーナイト金利-CPIコア、%)



(出所) 日本銀行、総務省資料より、BNPパリバ証券作成



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

MARKETS 360

23

日本政治の液状化は続くか？

- 日本政治は既存の枠組みが大きく変わる過程にあり、不確実性が著しく高まっている。維新と連立を組む、高市政権がスタートしたが、衆参共に過半を割り込んでおり、野党の要求で、大規模な財政政策が行われる可能性が高い。ただ、完全雇用に近い日本で大規模な拡張財政を行えば、インフレを高め、有権者の怒りは増すばかりである。

図1:小泉内閣の支持率
(2001年4月～2006年9月)

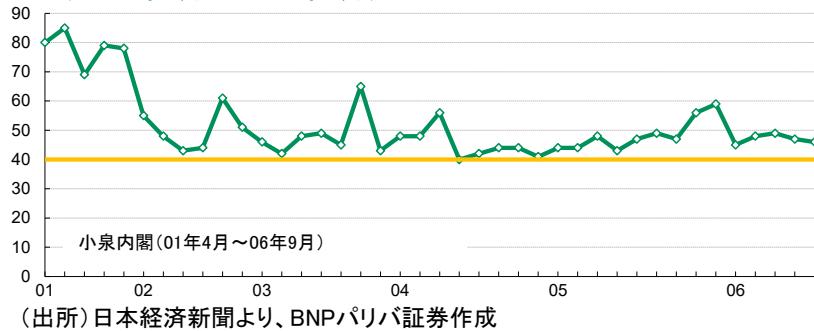


図2:第一次安倍内閣～野田内閣の支持率
(2006年9月～2012年12月)

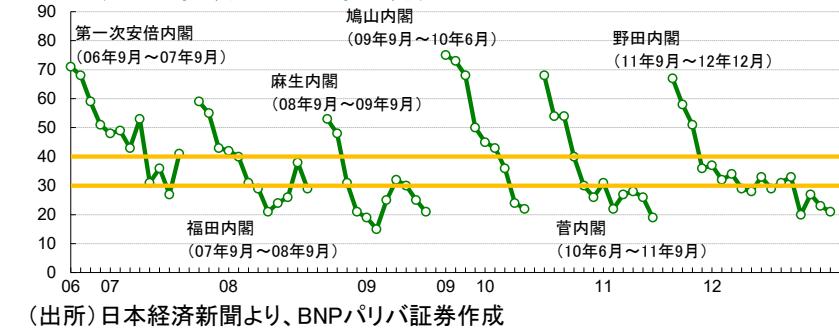
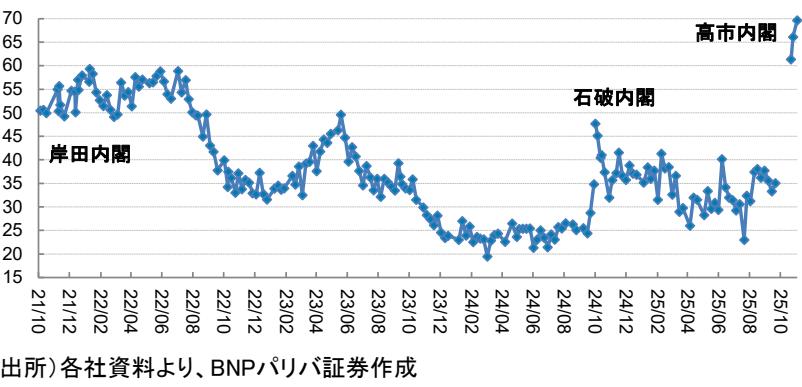


図3:第二次安倍内閣～菅内閣の支持率
(2013年1月～2021年9月)



図4:リアルタイム支持率(%)



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

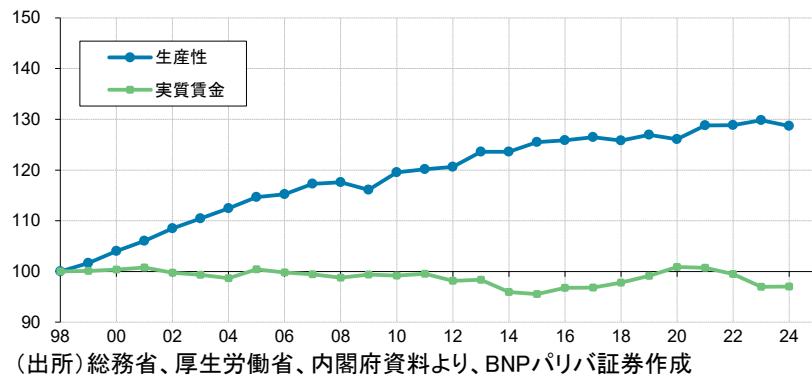
MARKETS 360

24

「生産性が上がらないから、実質賃金が上がらない」のは本当か

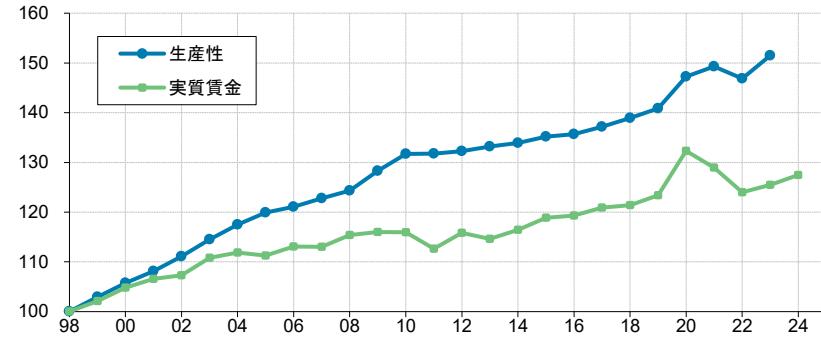
- 90年代末以降、時間当たり生産性は3割上昇したが、時間当たり実質賃金は横ばい。米国では、生産性は5割上昇し、実質賃金は3割弱上昇。仏独は日本より生産性の上昇は劣るが、フランスの実質賃金改善は米国に肉薄、ドイツも日本に比べて大きく改善。
- 株主が取るリスクを超えた収益をレントと呼ぶが、日本はレント・シェアリングの発想がゼロ。

図1: 日本の生産性と実質賃金の推移(時間あたり、暦年、1998年=100)



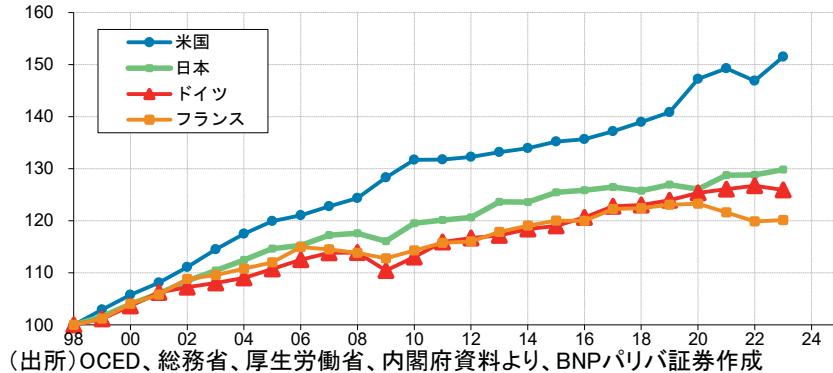
(出所) 総務省、厚生労働省、内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

図2: 米国の生産性と実質賃金の推移(時間あたり、暦年、1998年=100)



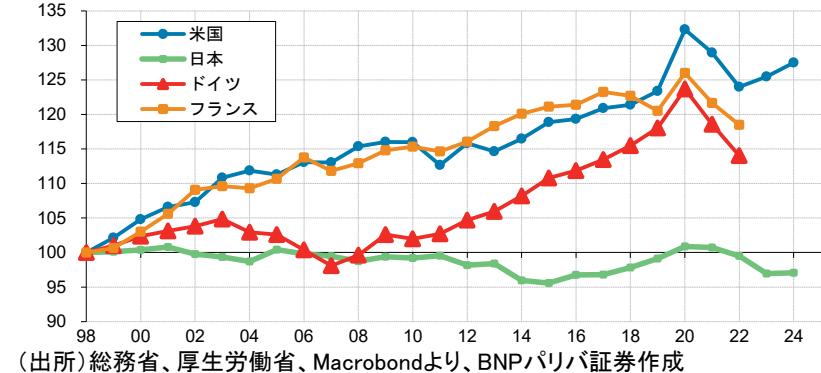
(出所) Macrobond、OECD資料より、BNPパリバ証券作成

図3: 日米独仏の時間当たりの労働生産性(暦年、1998年=100)



(出所) OCED、総務省、厚生労働省、内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

図4: 日米独仏の時間当たりの実質賃金(暦年、1998年=100)



(出所) 総務省、厚生労働省、Macrobondより、BNPパリバ証券作成



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

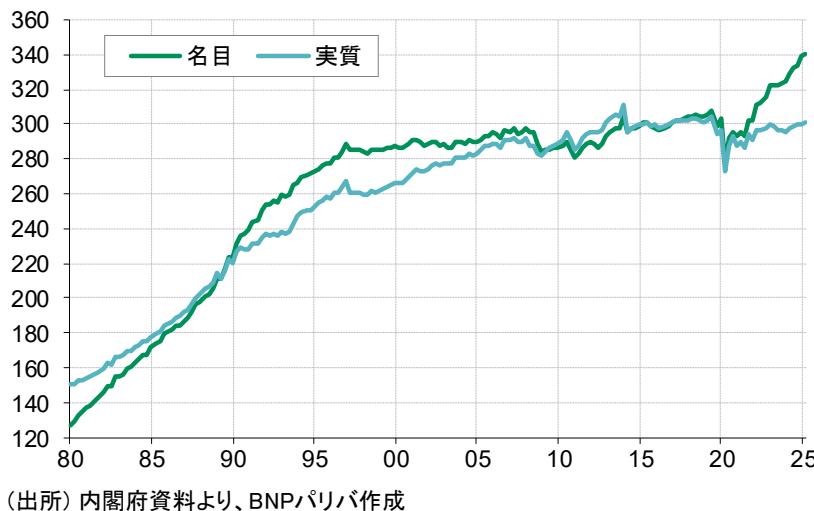
MARKETS 360

25

個人消費が低迷する真の理由は？

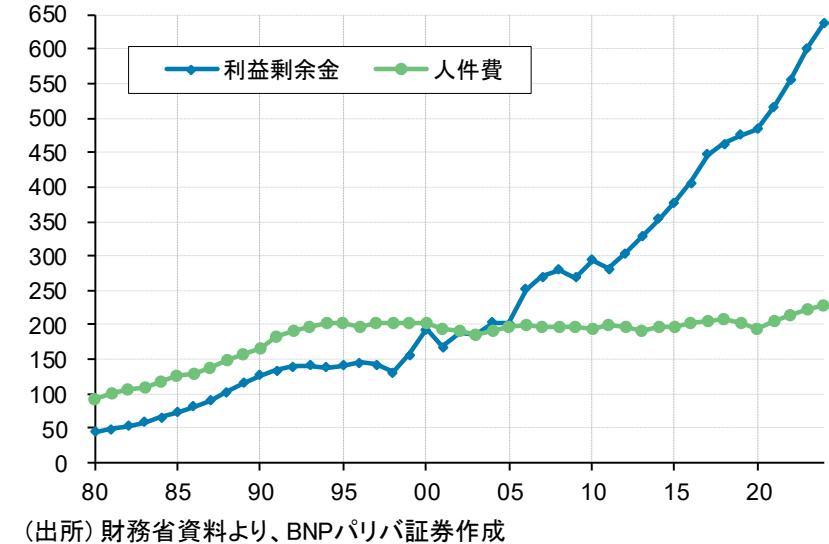
- 企業経営者は人口が減少しているから個人消費が低迷しているというが、生産性の上昇で、人口減少の影響は相殺。実質賃金が増えないから、個人消費が増えず、国内売上が増えないため、採算が取れず、投資は海外ばかり。典型的な「合成の誤謬」。
- メインバンク制が崩壊した際、長期雇用制を維持するために、利益を増やし、自己資本を積み上げる必要があった。利益を増やすため、コストカットとして、正社員のベースアップを凍結すると共に、非正規雇用に頼るようになった。

図1: 民間最終消費支出(季節調整値、兆円)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ作成

図2: 日本企業における利益剰余金と人件費の推移(兆円)



(出所) 財務省資料より、BNPパリバ証券作成



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

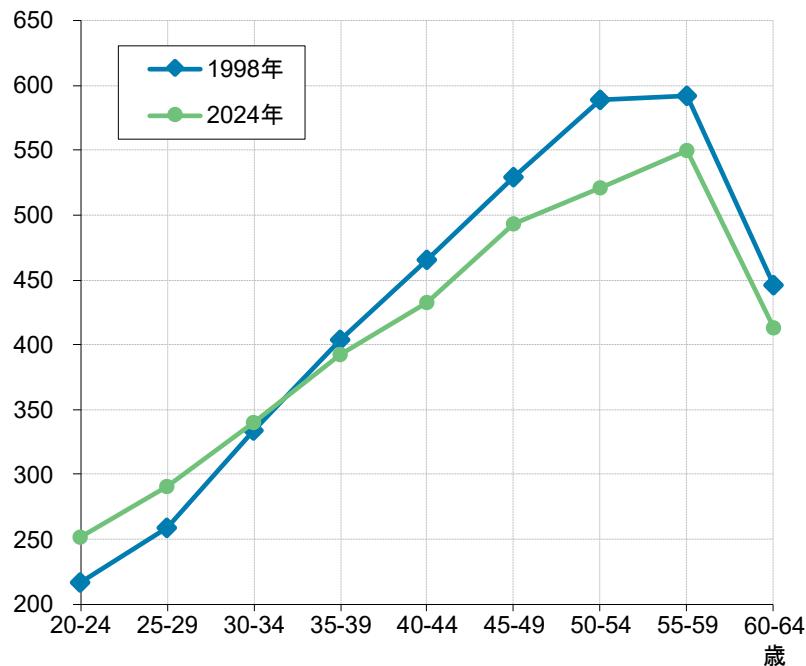
MARKETS 360

26

四半世紀、上がっていない部長と課長の賃金

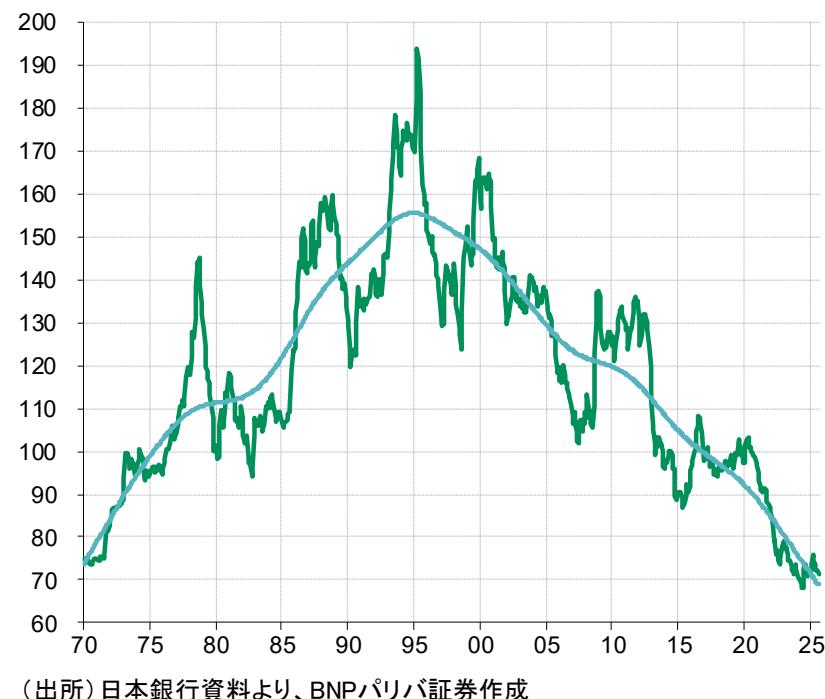
- 長期雇用制の枠内の賃金カーブは、名目でも下方シフトしたが、実質ではさらに大きな下方シフト。現在の部長の実質賃金は、四半世紀前の部長より低い。
- これが超・実質円安と空前のインバウンドブームの背景。複合的要因だが、バラッササミュエルソン効果が90年代後半以降の実質円安トレンドの主因とは言えない。

図1: 大卒男性の賃金カーブ(一般労働者、所定内給与、千円)



(出所) 厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成

図2: 実質実効円レート(2020年=100)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

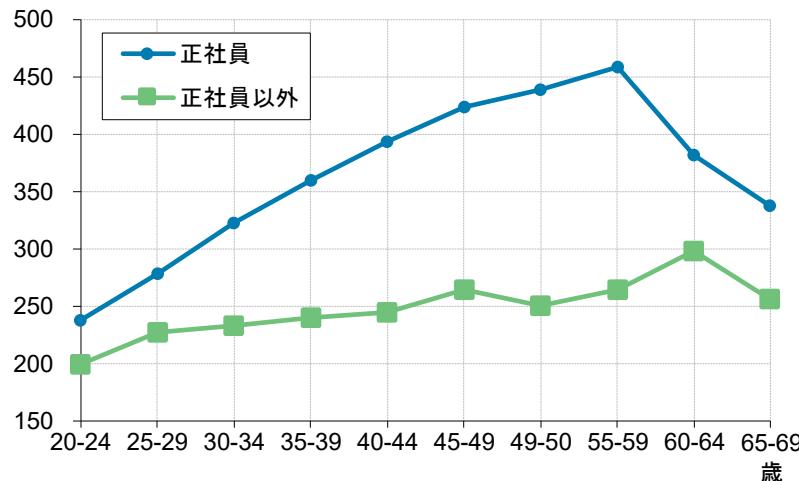
MARKETS 360

27

衆院選挙と参院選挙の与党大敗の経済的理由

- 長期雇用制の枠内にいる人は、属人ベースでは、定昇によって、賃金カーブに沿って実質賃金は上昇するが、その枠外にいる人は、元々、賃金水準が極めて低く、経済格差が拡大。過去2-3年の円安インフレは、低所得層に大きなダメージ。
- 近年、欧米では左右の対立ではなく、エリート層と非エリート層の政治対立が目立つ。日本でも、昨年の衆院選や今年の参院選で、政権与党が過半を失うだけでなく、ポピュリスト政党が躍進。

図1: 男性の賃金カーブ(2024年、所定内給与、千円)



(出所)厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成

図2: 雇用者報酬(季節調整値、兆円)



(出所)内閣府資料より、BNPパリバ証券作成



BNP PARIBAS

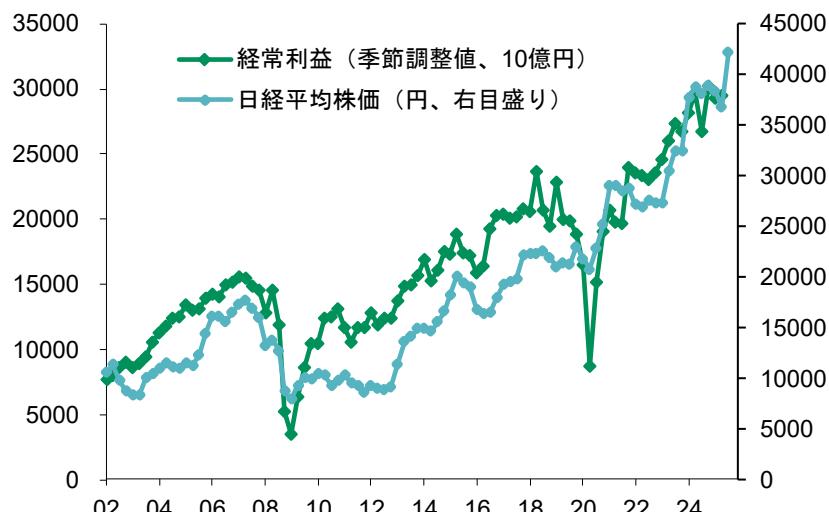
The bank for a changing world

MARKETS 360

コーポレートガバナンス改革の功罪

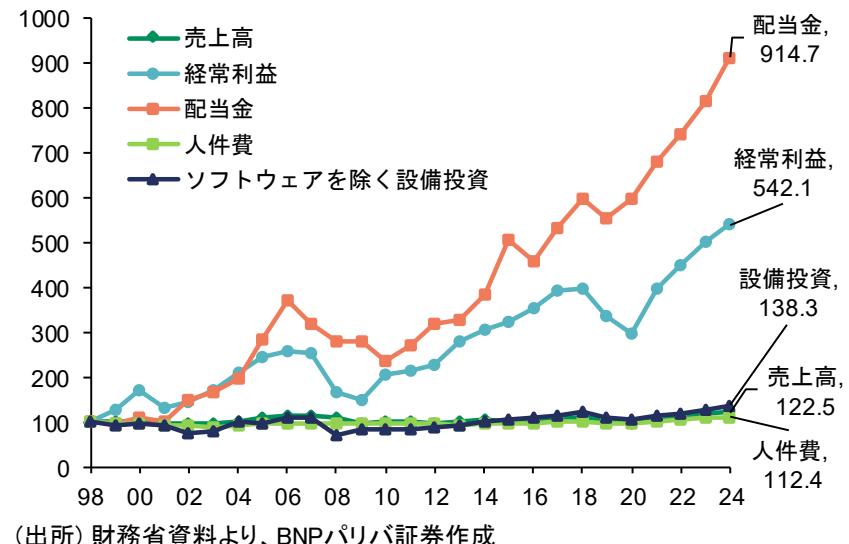
- 高度成長が終焉した段階から、メインバンクシステムは綻びが目立ち、資本市場改革は不可欠だった。ただ、1990年代末からスタートしたコーポレートガバナンス改革は、他の制度との齟齬を来し、マクロ経済のパフォーマンスに悪影響を及ぼした可能性がある。
- 元々、日本では株主の短期の利益追求プレッシャーから企業経営を遮断するメカニズムが組み込まれていた。長期雇用制の下、人材育成でイノベーションを推進するメカニズムが機能しなくなり、大企業経営者はコストカットに邁進。企業業績は改善し、株価も上昇したが、レントシェアリングが行われず、家計には全く恩恵が及ばなかった。

図1: 経常利益と日経平均株価



(出所) Macrobond、財務省資料より、BNPパリバ証券作成

図2: 売上高・経常利益・配当・人件費・設備投資
(年度、1998年=100、法人企業統計年報)



(出所) 財務省資料より、BNPパリバ証券作成



BNP PARIBAS

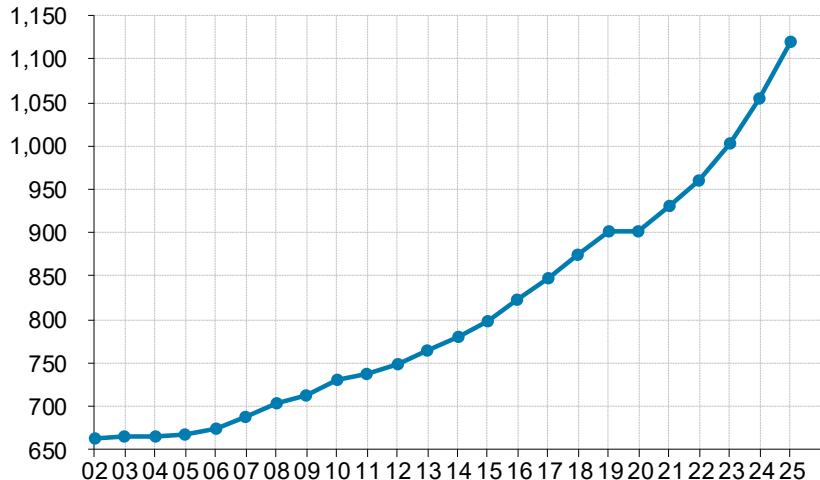
The bank for a changing world

MARKETS 360

高市政権の課題は？

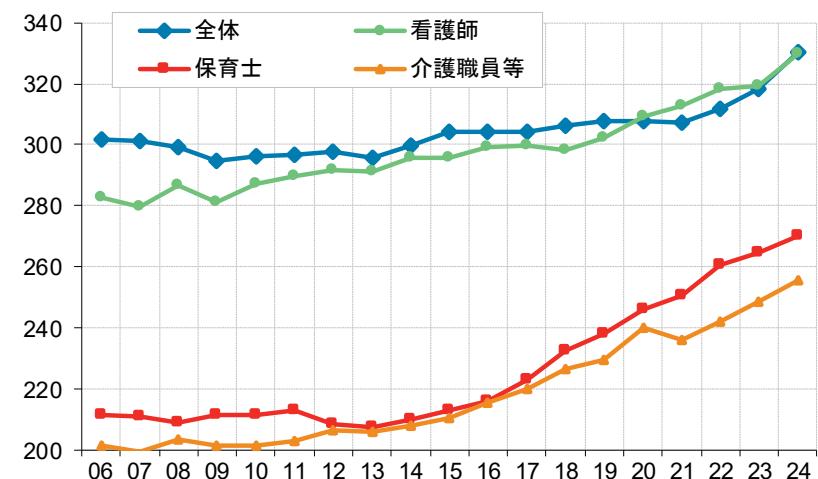
- 物価高を上回る賃上げの定着が必要。最低賃金の引き上げも重要だが、大企業が正社員の実質賃上げを先行しなければ、売り上げの増えない中小企業は負担が増えるばかり。
- ベンチマークである地方公務員の実質賃金が抑えられたままでは、地方経済で賃上げは進まず。非正規公務員が増えたが、公的部門が安定的な雇用を増やすという視点も必要。
- 最大の雇用の吸収分野だった介護士の賃金を財政的要請で抑え込んで来たことも大きな問題。保育士を含め、社会がケアを最重要視するのなら、高い対価を支払うべき。

図1:最低賃金の推移
(全国加重平均、時給ベース、円)



(出所)厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成

図2:介護士、保育士、看護師、全体の所定内給与
(6月の賃金、千円)



(出所)厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

MARKETS 360

30

経済社会の変化に対応した社会保障制度のアップグレードが必要

1. 2000–2010年代において、社会保障給付の増大に対し、被用者の社会保険料引き上げで対応したことが、非正規雇用依存を助長した。もし、付加価値税での対応なら、仕向け地課税であり、競争力への悪影響は避けられ、非正規雇用増大も抑えられた。
2. 十分なセーフティネットを持たない非正規雇用が増えたことで、一国全体でリスクシェアリングできなくなったことが、日本の長期停滞の一因。同一労働・同一賃金原則を確立し、被用者皆保険を早期に整備する必要がある。現行制度の下で、少子化対策の財源を現役世代の社会保険料に頼ると、非正規雇用を増やし、少子化を助長するおそれがある。
3. そもそも産業構造が変わり、人々の働き方や家族の形態が変わって、家計が直面するリスクが大きく変容したにもかかわらず、90年代以降、財源問題から、社会保障制度がアップグレードされなかつたこと、むしろダウングレードが模索されたことも長期停滞の一因。ケアに携わる人々の仕事に社会が高い評価を与えることが、新たな付加価値を生む。
4. 歳入改革としては、社会保険料の引上げではなく、付加価値税での対応が望ましいのではないか。その際、逆進性対策として、低所得の被用者に対して、負担増を給付付き税額控除で対応すべき。



金融商品取引法第37条に定める事項の表示

金融商品取引を行うにあたっては、各金融商品等に所定の手数料等(たとえば、株式のお取引の場合には、約定代金に対し、事前にお客様と合意した手数料率の委託手数料および消費税、投資信託のお取引の場合には、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等)をご負担いただく場合があります。また、すべての金融商品には、関連するさまざまなりスクがあり、国内外の政治・経済・金融情勢、為替相場、株式相場、商品相場、金利水準等の市場情勢、発行体等の信用力、その他指標とされた原資産等の変動により、多額の損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、デリバティブのお取引の場合には、弊社との合意により具体的な額が定まる保証金等をお客様に差し入れていただくこと、加えて、追加保証金等を差し入れていただく可能性もあり、こうした取引についてはお取引の額が保証金等の額を上回る可能性があります(お取引の額の保証金等の額に対する比率は、現時点では具体的な条件が定まっていないため算出できません。)。また、上記の指標とされた原資産の変動により、保証金等の額を上回る損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、取引の種類によっては、金融商品取引法施行令第16条第1項第6号が定める売付けの価格と買付けの価格に相当するものに差がある場合があります。なお、金融商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該金融商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読みください。

権利行使期間がある場合は権利行使できる期間に制限がありますので留意が必要です。

期限前解約条項、自動消滅条項等の早期終了条項が付されている場合は、予定された終了日の前に取引が終了する可能性があります。

商号等/ BNPパリバ証券株式会社

(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2521号)

加入協会/ 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

格付会社グループの呼称等について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス 格付グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号： ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官(格付)第2号）

S&Pグローバル・レーティング格付グループの呼称： S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官(格付)第5号）

フィッチ・レーティングス 格付会社の呼称： フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号： フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のウェブサイト（<https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news>）の「規制関連」のタブ下にある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付説明関連」の欄に掲載しております。

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.spglobal.co.jp/ratings>）の「ライアリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.spglobal.co.jp/unregistered>）に掲載しております。

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.fitcratings.co.jp/web/>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載しております。

信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズ：ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っていません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行なうことはできません。

S&P：S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものではなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものではありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在することに留意する必要があります。

フィッチ：フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報を依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

この情報は、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記それぞれの会社のホームページをご覧ください。

LEGAL NOTICE

This document (all references in this notice to a "document" shall be construed as referring to this document or such document/communication to which this notice relates, as appropriate) has been written by one or a combination of the following teams: (i) Credit Trading Desk Analysts who work closely with the sales and trading function; (ii) Desk Strategists who work closely with the sales and trading function; and/or (iii) Strategists and Economist teams that may also work closely with the sales and trading function; within the BNP Paribas group of companies (collectively "BNPP"). This document does not purport to be an exhaustive analysis, and may be subject to conflicts of interest resulting from their interaction with sales and trading which could affect the objectivity of this document. This document is non-independent research for the purpose of the UK Financial Conduct Authority rules. For the purposes of the recast Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) (MiFID II), non-independent research constitutes a marketing communication. This document is not independent research for the purposes of MiFID II (i.e. under Article 36, Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565). It has not been prepared in accordance with legal requirements designed to provide the independence of investment research, and is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research.

This document is intended for those firms who are either in scope of MiFID II and have signed up to one of the relevant BNPP Global Markets packages in respect of this content, or firms that are out of scope of MiFID II and are therefore not required to pay for this content under MiFID II. Please note that it is your firm's responsibility to ensure that you do not view or use the content in this document if your firm has not signed up to one of the relevant BNPP Global Markets packages, except where your firm is out of scope of MiFID II.

Please note any reference to EU legislation or requirements herein or in the document should be read as a reference to the relevant EU legislation or requirement and/or its UK equivalent legislation or requirement, as appropriate, where applicable, and as the context requires. For example references to "MiFID II" means Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU and/or such directive as implemented in UK law through the relevant UK legislation and PRA and FCA rules as may give effect to Directive 2014/65/EU, as appropriate, where applicable, and as the context requires.

STEER™, Credit 360 and Markets 360 are trade marks of BNP Paribas.

This document constitutes a marketing communication and has been prepared by BNPP for, and is directed at, (a) Professional Clients and Eligible Counterparties as defined in MiFID II, and (b) where relevant, persons who have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, and at other persons to whom it may lawfully be communicated (together "Relevant Persons") under the regulations of any relevant jurisdiction. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to and will be engaged in only with Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this document or its content.

Financial instruments described in this document may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors.

This document should not be considered objective or unbiased. BNPP may engage in transactions in a manner inconsistent with the views expressed in this document. BNPP may trade as principal, may have proprietary positions and may make markets in the financial instruments (or related derivatives) discussed herein. The author of this document may know the nature of BNPP trading positions and strategies. Sales and Trading personnel are indirectly compensated based on the size and volume of their transactions. The information and opinions contained in this document have been obtained from, or are based on, public sources believed to be reliable, but there is no guarantee of the accuracy, completeness or fitness for any particular purpose of such information and such information may not have been independently verified by BNPP or by any person. None of BNPP, any of its subsidiary undertakings or affiliates or its members, directors, officers, agents or employees accepts any responsibility or liability whatsoever or makes any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy and completeness of the information or any opinions based thereon and contained in this document and it should not be relied upon as such.

This document does not constitute a prospectus or form any part of any offer to sell or issue and is not a solicitation of any offer to purchase any financial instrument, nor shall it or any part of it nor the fact of its distribution form the basis of, or be relied on, in connection with any contract or investment decision. To the extent that any transaction is subsequently entered into between the recipient and BNPP, such transaction will be entered into upon such terms as may be agreed by the parties in the relevant documentation.

This document does not constitute a personal recommendation for the purposes of MiFID II or take into account the particular investment objectives, financial conditions or needs of individual clients. Information and opinions contained in this document are published for the information of recipients, but are not to be relied upon as authoritative or taken in substitution for the exercise of judgment by any recipient, are subject to change without notice and not intended to provide the sole basis of any evaluation of the instruments discussed herein or in the document. In providing this document, BNPP does not offer investment, financial, legal, tax or any other type of advice to, nor has any fiduciary duties towards, recipients. Any reference to past performance is not indicative of future performance, which may be better or worse than prior results. Any hypothetical past performance simulations are the result of estimates made by BNPP, as of a given moment, on the basis of parameters, market conditions, and historical data selected by BNPP, and should not be used as guidance, in any way, of future performance. To the fullest extent permitted by law, no BNPP group company (nor any directors, partners, officers, employees or representatives) accepts any liability whatsoever (including in negligence) for any direct or consequential loss arising from any use of or reliance on material contained in this document even where advised of the possibility of such losses. All estimates and opinions included in this document are made as of the date of this document. Unless otherwise indicated in this document there is no intention to update this document. In evaluating this document, you should know that it may have been previously provided to other clients and/or internal BNPP personnel, who may have already acted on it. Financial instruments mentioned herein, including derivative products, give rise to substantial risk, including currency and volatility risk, and are not suitable for all investors. BNPP transacts business with counterparties on an arm's length basis and on the assumption that each counterparty is sophisticated and capable of independently evaluating the merits and risks of each transaction and that the counterparty is making an independent decision regarding any transaction. The author(s) attest that the views expressed in their attached commentary accurately reflect their personal views about any of the subject financial instruments, issuers, or markets and that no part of their compensation was/is/will be directly or indirectly related to the expressed recommendation or views..

BNPP may make a market in, or may, as principal or agent, buy or sell financial instruments of any issuer or person mentioned in this document or related derivatives. Prices, yields and other similar information included in this document are included for information purposes however numerous factors will affect market pricing at any particular time, such information may be subject to rapid change and there is no certainty that transactions could be executed at any specified price.

BNPP may have a financial interest in any financial instrument, issuer or person mentioned in this document, including a long or short position in their securities and/or options, futures or other derivative instruments based thereon, or vice versa. BNPP, including its officers and employees may serve or have served as an officer, director or in an advisory capacity for any person mentioned in this document. BNPP may, from time to time, solicit, perform or have performed investment banking, underwriting or other services (including acting as adviser, manager, underwriter or lender) within the last 12 months for any person referred to in this document. BNPP may be a party to an agreement with any person relating to the production of this document. BNPP may to the extent permitted by law, have acted upon or used the information contained herein or in the document, or the analysis on which it was based, before the document was published. BNPP may receive or intend to seek compensation for investment banking services in the next three months from or in relation to any person mentioned in this document. Any person mentioned in this document may have been provided with relevant sections of this document prior to its publication in order to verify its factual accuracy.

This document is for information purposes only and there is no assurance that a transaction(s) will be entered into on such indicative terms. Any indicative price(s) contained herein or in the document have been prepared in good faith in accordance with BNPP's own internal models and calculation methods and/or are based on or use available price sources where considered relevant. Indicative price(s) based on different models or assumptions may yield different results. Numerous factors may affect the price(s), which may or may not be taken into account. Therefore, these indicative price(s) may vary significantly from indicative price(s) obtained from other sources or market participants. BNPP expressly disclaims any responsibility for the accuracy or completeness of its own internal models or calculation methods, the accuracy or reliability of any price sources used, any errors or omissions in computing or disseminating these indicative price(s), and for any use you make of the price(s) provided. The indicative price(s) do not represent (i) the actual terms on which a new transaction could be entered into, (ii) the actual terms on which any existing transactions could be unwound, (iii) the calculation or estimate of an amount that would be payable following an early termination of the transactions or (iv) the price(s) given to the transactions by BNPP in its own books of account for financial reporting, credit or risk management purposes. As an investment bank with a wide range of activities, BNPP may face conflicts of interest, which are resolved under applicable legal provisions and internal guidelines. You should be aware, however, that BNPP may engage in transactions in a manner inconsistent with the views expressed in this document, either for its own account or for the account of its clients.

This document may contain certain performance data based on back-testing, i.e. simulations of performance of a strategy, index or assets as if it had actually existed during a defined period of time. To the extent any such performance data is included, the scenarios, simulations, development expectations and forecasts contained in this document are for illustrative purposes only. All estimates and opinions included in this document constitute the judgment of BNPP as of the date of the document and may be subject to change without notice. This type of information has inherent limitations which recipients must consider carefully. While the information has been prepared in good faith in accordance with BNPP's own internal models and other relevant sources, an analysis based on different models or assumptions may yield different results. Unlike actual performance records, simulated performance returns or scenarios may not necessarily reflect certain market factors such as liquidity constraints, fees and transactions costs. Actual historical or back tested past performance does not constitute an indication of future results or performance.

LEGAL NOTICE

This document is only intended to generate discussion regarding particular products and investments and is subject to change or may be discontinued. We are willing to discuss it with you on the understanding that you have sufficient knowledge, experience and professional advice to understand and make your own independent evaluation of the merits and risk of the information and any proposed structures. The information contained herein or in the document is not and under no circumstances is to be construed as, a prospectus, an advertisement, a public offering, an offer to sell securities described herein or in the document, or solicitation of an offer to buy securities described herein or in the document, in Canada, the U.S. or any other province or territory nor shall it be deemed to provide investment, tax, accounting or other advice. Transactions involving the product(s) described in this document may involve a high degree of risk and the value of such transactions may be highly volatile. Such risks include, without limitation, risk of adverse or unanticipated market developments, risk of counterparty or issuer default, risk of adverse events involving any underlying reference obligation or entity and risk of illiquidity. In certain transactions, counterparties may lose their entire investment or incur an unlimited loss. The information relating to performance contained in this document is illustrative and no assurance is given that any indicated returns, performance or results will be achieved. Moreover, past performance is not indicative of future results. Information herein or in the document is believed reliable but BNPP does not warrant or guarantee its completeness or accuracy. All information, terms and pricing set forth herein or in the document reflect our judgment at the date and time hereof and are subject to change without notice. In the event that we were to enter into a transaction with you, we will do so as principal (and not as agent or in any other capacity, including, without limitation, as your fiduciary, advisor or otherwise). Only in the event of a potential transaction will an offering document be prepared, in which case, you should refer to the prospectus or offering document relating to the above potential transaction which includes important information, including risk factors that relate to an investment in the product(s) described herein or in the document.

Prior to transacting, you should ensure that you fully understand (either on your own or through the use of independent expert advisors) the terms of the transaction and any legal, tax and accounting considerations applicable to them. You should also consult with independent advisors and consultants (including, without limitation, legal counsel) to determine whether entering into any securities transactions contemplated herein or in the document would be contrary to local laws. Unless the information contained herein or in the document is made publicly available by BNPP, it is provided to you on a strictly confidential basis and where it is provided to you on a strictly confidential basis you agree that it may not be copied, reproduced or otherwise distributed by you, whether in whole or in part (other than to your professional advisers), without your prior written consent. For the avoidance of doubt, you are not permitted to use AI Tools in connection with this document or the information herein, without our express prior written consent. For the purposes of this section, "AI Tools" means machine-based systems designed to operate with varying levels of autonomy and that may exhibit adaptiveness after deployment and that, for explicit or implicit objectives, infer, from the input they receive, how to generate outputs such as predictions, content, recommendations, or decisions that can influence physical or virtual environments. Neither we, nor any of our affiliates, nor any of their respective directors, partners, officers, employees or representatives accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this document or its content; and any of the foregoing may from time to time act as manager, co-manager or underwriter of a public offering or otherwise, in the capacity of principal or agent, deal in, hold or act as market makers or advisors, brokers or commercial and/or investment bankers in relation to the securities or related derivatives that are discussed herein or in the document. BNPP may (or may in the future) hold a position or act as a market maker in the financial instruments discussed, or act as an advisor, manager, underwriter or lender to such issuer. In no circumstances shall BNPP be obliged to disclose any information that it has received on a confidential basis or to disclose the existence thereof.

The information presented herein or in the document does not comprise a prospectus of securities for the purposes of EU Regulation (EU) 2017/1129 (as amended from time to time).

This document was produced by a BNPP group company. This document is for the use of intended recipients and may not be reproduced (in whole or in part) or delivered or transmitted to any other person without the prior written consent of BNPP. By accepting or accessing this document you agree to this.

Neither DTCC Solutions LLC nor any of its affiliates shall be responsible for any errors or omissions in any DTCC data included in this commentary, regardless of the cause and, in no event, shall DTCC or any of its affiliates be liable for any direct, indirect, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit, trading loses and opportunity costs) in connection with this publication.

BNP Paribas London Branch: 10 Harewood Avenue, London NW1 6AA; tel: +44 20 7595 2000; fax: +44 20 7595 2555- www.bnpparibas.com. Incorporated in France with Limited Liability. Registered Office: 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris, France. 662 042 449 RCS Paris. BNP Paribas is authorised and regulated by the European Central Bank and the Autorité de contrôle prudentiel et de resolution. BNP Paribas 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 from us on request. BNP Paribas London Branch is registered in the UK under number FC13447. UK establishment number: BR000170. UK establishment office address: 10 Harewood Avenue, London NW1 6AA.

For country-specific Markets 360 disclaimers (United States, Canada, United Kingdom, France, Germany, Belgium, Ireland, Italy, Netherlands, Portugal, Spain, Switzerland, Canada, United States, Brazil, Turkey, Israel, Bahrain, South Africa, Australia, China, Hong Kong, India, Indonesia, Japan, Malaysia,, New Zealand, Singapore, South Korea, Taiwan, Thailand, Vietnam) please type the following URL to access our legal notices:

https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

For country-specific Credit 360 disclaimers (UK, France, Germany, Belgium, Ireland, Italy, Netherlands, Portugal, Spain, Switzerland, Canada, United States, Brazil, Turkey, Israel, Bahrain, South Africa, Australia, China, Hong Kong – Branch, Hong Kong – Securities, India – Branch, India – Securities, Indonesia, Japan – Branch, Japan – Securities, Malaysia - BNPP Malaysia Berhad, BNPP - Capital (Malaysia) Sdn Bhd, Malaysia Labuan Branch, Singapore - Branch, South Korea – Branch, South Korea – Securities, Taiwan – Branch, Taiwan – Securities, Thailand, Vietnam). Please please type the following URL to access our legal notices:

https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/commons/documents/Country_CTDA_disclaimer.pdf

Some or all of the information contained in this document may already have been published on [MARKETS 360™ Portal](#)

Please click [here](#) to refer to our Data Protection Notice.

© BNPP (2025). All rights reserved.

IMPORTANT DISCLOSURES by producers and disseminators of investment recommendations for the purposes of the Market Abuse Regulation:

Although the disclosures provided herein or in the document have been prepared on the basis of information we believe to be accurate, we do not guarantee the accuracy, completeness or reasonableness of any such disclosures. The disclosures provided herein or in the document have been prepared in good faith and are based on internal calculations, which may include, without limitation, rounding and approximations.

BNPP may be a market maker or liquidity provider in financial instruments of any issuer(s) mentioned in the recommendation.

BNPP may provide such services as described in Sections A and B of Annex I of MiFID II (Directive 2014/65/EU), to the any issuer(s) to which this investment recommendation relates. However, BNPP is unable to disclose specific relationships/agreements due to client confidentiality obligations.

Section A and B services include A. Investment services and activities: (1) Reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments; (2) Execution of orders on behalf of clients; (3) Dealing on own account; (4) Portfolio management; (5) Investment advice; (6) Underwriting of financial instruments and/or placing of financial instruments on a firm commitment basis; (7) Placing of financial instruments without a firm commitment basis; (8) Operation of an MTF; and (9) Operation of an OTF. B. Ancillary services: (1) Safekeeping and administration of financial instruments for the account of clients, including custodianship and related services such as cash/collateral management and excluding maintaining securities accounts at the top tier level; (2) Granting credits or loans to an investor to allow him to carry out a transaction in one or more financial instruments, where the firm granting the credit or loan is involved in the transaction; (3) Advice to undertakings on capital structure, industrial strategy and related matters and advice and services relating to mergers and the purchase of undertakings; (4) Foreign exchange services where these are connected to the provision of investment services; (5) Investment research and financial analysis or other forms of general recommendation relating to transactions in financial instruments; (6) Services related to underwriting; and (7) Investment services and activities as well as ancillary services of the type included under Section A or B of Annex 1 related to the underlying of the derivatives included under points (5), (6), (7) and (10) of Section C (detailing the MiFID II Financial Instruments) where these are connected to the provision of investment or ancillary services.

BNPP do not, as a matter of policy, permit pre-arrangements with issuers to produce recommendations. BNPP and/or its affiliates as a matter of policy do not permit issuers to review or see unpublished recommendations. BNPP acknowledge the importance of conflicts of interest prevention and have established robust policies and procedures and maintain effective organisational structure to prevent and avoid conflicts of interest that could impair the objectivity of this recommendation including, but not limited to, information barriers, personal account dealing restrictions and management of inside information.

BNPP understand the importance of protecting confidential information and maintain a "need to know" approach when dealing with any confidential information. Information barriers are a key arrangement we have in place in this regard. Such arrangements, along with embedded policies and procedures, provide that information held in the course of carrying on one part of its business to be withheld from and not to be used in the course of carrying on another part of its business. It is a way of managing conflicts of interest whereby the business of the bank is separated by physical and non-physical information barriers. The Control Room manages this information flow between different areas of the bank where confidential information including inside information and proprietary information is safeguarded. There is also a conflict clearance process before getting involved in a deal or transaction.

LEGAL NOTICE

In addition, there is a mitigation measure to manage conflicts of interest for each transaction with controls put in place to restrict the information flow, involvement of personnel and handling of client relations between each transaction in such a way that the different interests are appropriately protected. Gifts and Entertainment policy is to monitor physical gifts, benefits and invitation to events that is in line with the firm policy and Anti-Bribery regulations. BNPP maintains several policies with respect to conflicts of interest including our Personal Account Dealing and Outside Business Interests policies which sit alongside our general Conflicts of Interest Policy, along with several policies that the firm has in place to prevent and avoid conflicts of interest.

The remuneration of the individual producer of the investment recommendation may be linked to trading or any other fees in relation to their global business line received by BNPP.

IMPORTANT DISCLOSURES by disseminators of investment recommendations for the purposes of the Market Abuse Regulation:

Where relevant, the BNPP disseminator of the investment recommendation is identified in the document including information regarding the relevant competent authorities which regulate the disseminator. The name of the individual producer within BNPP and the legal entity the individual producer is associated with is identified where relevant, in the document. The date and time of the first dissemination of this investment recommendation by BNPP is addressed where relevant, in the document. Where this investment recommendation is communicated by Bloomberg chat or by email by an individual within BNPP, the date and time of the dissemination by the relevant individual is contained, where relevant, in the communication by that individual disseminator.

The disseminator and producer of the investment recommendations are part of the same group, i.e. the BNPP group. The relevant Market Abuse Regulation disclosures required to be made by producers and disseminators of investment recommendations are provided by the producer for and on behalf of the BNPP Group legal entities disseminating those recommendations and the same disclosures also apply to the disseminator.

If an investment recommendation is disseminated by an individual within BNPP via Bloomberg chat or email, the disseminator's job title is available in their Bloomberg profile or bio. If an investment recommendation is disseminated by an individual within BNPP via email, the individual disseminator's job title is available in their email signature.

For further details on the basis of recommendation specific disclosures available at this link (e.g. valuations or methodologies, and the underlying assumptions, used to evaluate financial instruments or issuers, interests or conflicts that could impair objectivity recommendations or to 12 month history of recommendations history) are available at [MARKETS 360™ Portal](#). If you are unable to access the website please contact your BNPP representative for a copy of this document.