

財務省財務総合政策研究所  
「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」

# 国際通貨としての「円」の賞味期限

日本がアルゼンチンタンゴを踊る日

BNPパリバ証券株式会社  
チーフエコノミスト

河野 龍太郎

2023年12月5日



**BNP PARIBAS**

The bank for a changing world

# 『グローバルインフレーションの深層』

2023年12月8日 慶應義塾大学出版会より出版予定



第1章 1ドル150円台の超円安が繰り返すのか

第2章 グローバルインフレの真因

第3章 グローバルインフレは財政インフレなのか

第4章 構造インフレ論、中国日本化論、強欲インフレ論

第5章 日本がアルゼンチンタンゴを踊る日



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

MARKETS 360 | 1

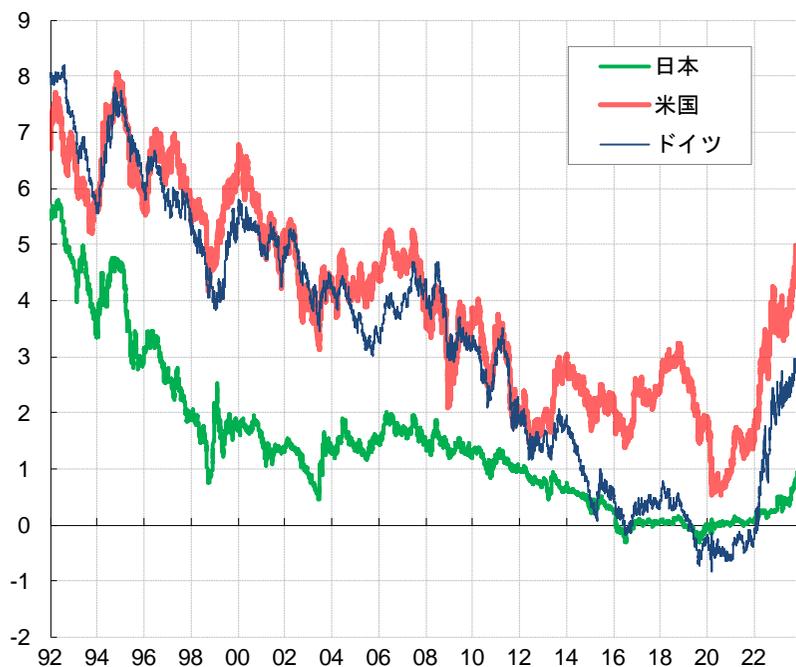
---

世界には 4 種類の国々がある。先進国と新興国と日本とアルゼンチンだ」。経済学者のサイモン・クズネッツのこの有名な4分類は、今や再考が必要かもしれない。



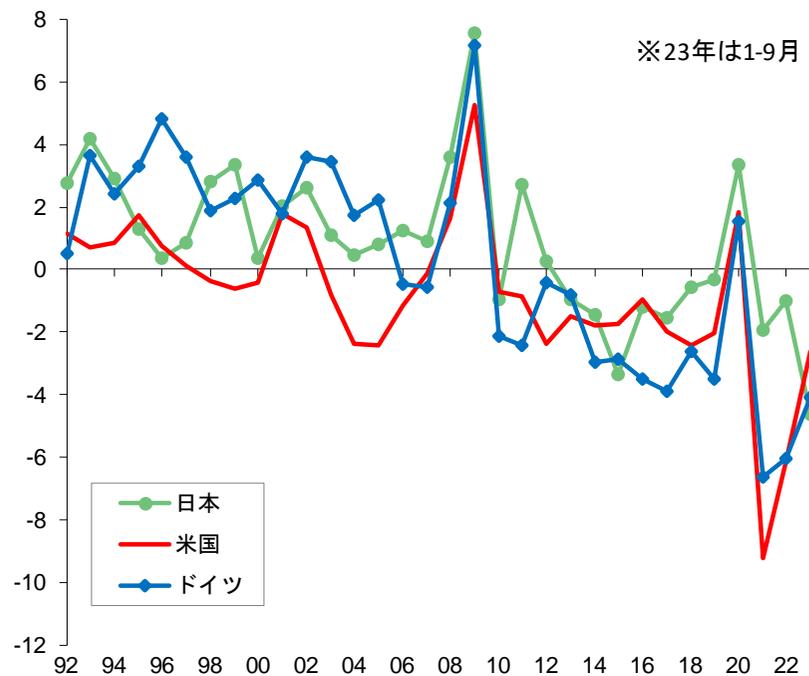
# 2010年代以降、名目長期金利<名目成長率が常態化

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: 長期金利一名目成長率(%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成



# 今日のお話

---

R<Gが続けば公的債務の持続可能性は保たれるか？

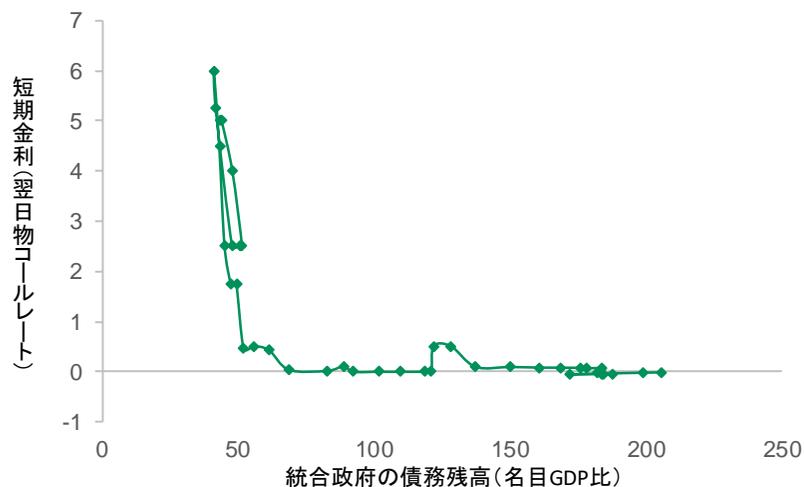
- ① 基軸通貨国、国際通貨国であるなら、R<Gを前提に、公的債務の膨張をさほど気にせず、財政政策をマクロ安定化政策として積極的に利用するのは容認されるかもしれない。しかし、安全資産を供給できない新興国には適用できない。
- ② 日本は現段階では国際通貨国であり、さらに米国との無制限・半永久的な通貨スワップ協定というバックストップが存在する。しかし、ゼロ成長が継続する中で、埋没する日本の円がいつまで国際通貨国でいられるのかは疑問。
- ③ 損失が懸念されるようになれば、米国の有権者は通貨スワップの継続を容認しなくなる。
- ④ また、R<Gが続いても、その差分が小さいため、公的債務の対GDP比の収束値が400%とか600%とかであれば、発散と変わらない。
- ⑤ 真のバックストップとして、信頼に足る長期の財政健全化プランが必要である。



# 非ケインズ効果は既に始まっていたが……

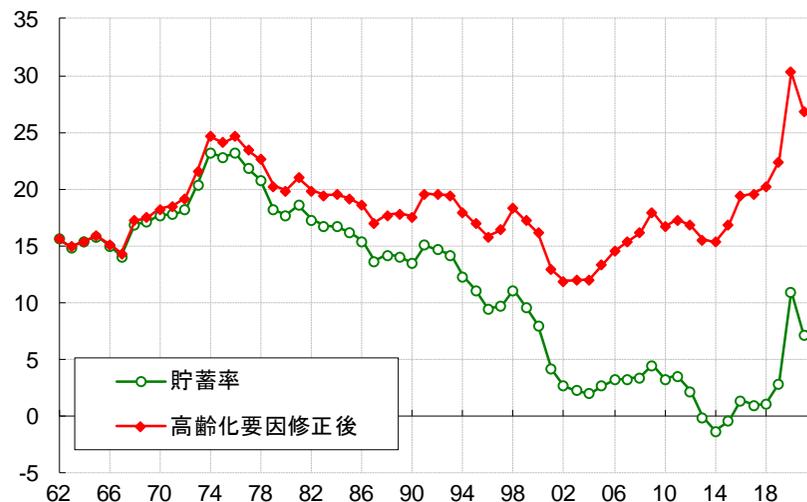
- これまでは公的債務残高が膨らんでも、長期金利やインフレが上昇していないから、問題は起こっていないという人が多かった。
- しかし、公的債務残高の膨張を背景に、社会保障制度の持続可能性に疑念が広がり、予備的動機で貯蓄が増え、長年、総需要の大きな足枷になっていた。
- 米中対立やグローバルインフレをきっかけに、次のステージに入ったのかもしれない。

図1: オーバーナイト金利と統合政府のバランスシート  
(1983~2022年、%)



(出所) 日本銀行、内閣府、財務省、INDBより、BNPパリバ証券作成

図2: 高齢化要因を調整した家計貯蓄率の推移(暦年、%)



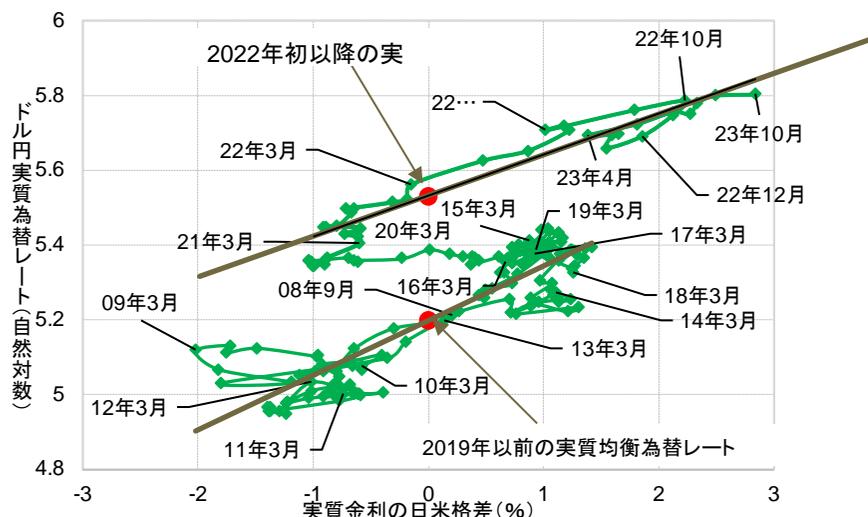
(出所) 内閣府、総務省資料より、BNPパリバ証券作成



# 円安インフレの時代に突入したのか？

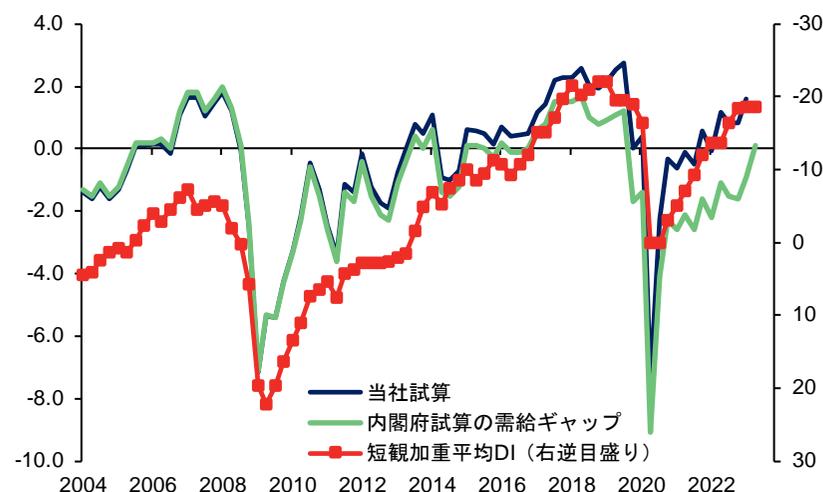
- 2019-2021年に均衡ドル円実質為替レートは30%程度円安方向にジャンプ
- 日本の地政学リスク上の脆弱性が露になったことやホームバイアスの変化が影響
- 労働供給の減少で、供給能力の天井が低くなり、経済再開をきっかけに、需給ギャップが急激にタイト化。円安インフレがホームメイドインフレに転化し、長期化

図1: 実質金利の日米格差とドル円実質為替レート



(出所) 総務省、米労働統計局、Bloomberg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



01

## 先進国と新興国の大きな違い



# なぜR<Gなのか？

---

Rスターが世界的に低迷する要因

- 世界的な長寿化による貯蓄の増加
- 安全資産としての国債の有用性の高まり
- 新興国でも長寿化の波が訪れているが、安全資産を供給できないため、先進国の国債への選好が高まっている(バーナンキ、カバレロ)
- 先進国では、イノベーションの果実が所得水準の高い人々に集中し、貯蓄と投資のバランスが損なわれ、Rスターに低下圧力(ミアン)

これらは、グローバルインフレーションの下でも変わらなかった。ただし、米国の政治分断で、債務返済能力(統治能力)が疑われ始めたリスクがある。

RとGの関係は、グローバル要因で決まり、日本単独ではコントロールできない問題。世界的に逆転が起こった場合、日本がより大きなダメージを被るリスク。



# 国債バブル付きのFTPLとは？

オリジナルのFTPL:「物価水準＝統合政府の負債(市中保有国債の市場価値＋中央銀行のマネタリーベース残高)」÷「将来のPB収支の現在価値の総和」

国債バブル付きのFTPLモデル:「物価水準＝統合政府の負債(市中保有国債の市場価値＋中央銀行のマネタリーベース残高)」÷「将来のPB収支の現在価値の総和＋国債バブル」

- 不確実性に対して、金融市場が不完備な場合、国債あるいは、それを裏付けとする預金など、安全資産に対する強い選好(国債バブル)が起きるため、 $R < G$ となり、統合政府の負債が増えても物価水準が上がらない。(ブランシャール、ブルネルマイヤー)



# 「国債バブル付きのFTPLモデル」の国際金融への拡張

「物価水準＝統合政府の負債（市中保有国債の市場価値＋中央銀行のマネタリーベース残高）」÷「将来のPB収支の現在価値の総和＋国債バブル＋基軸通貨・国際通貨であること的信認」

- 新興国は、豊かになっても、安全資産を供給することができないため、グローバルな経済取引においても、また資産保有においても、ドルやユーロ、円などの基軸通貨、国際通貨の国債を選好。
- 新興国からの強い需要があるから、基軸通貨や国際通貨を供給する先進国では、統合政府の負債が大きく膨らんでもスムーズに市場に吸収される。
- ブルネルマイヤーらの理論モデルでは、不確実性の存在によって、安全資産に対する強い需要（国債バブル）が統合政府の負債を吸収するが、安全資産の不足する新興国からの強い需要も加わって、基軸通貨や国際通貨に対する信認が増し、先進国の統合政府の負債が吸収される（河野）。



# 「国際金融に拡張した国債バブル付きのFTPLモデル」の含意

---

- 第一命題 先進国が、資本流出等を気にすることなく、不況期に大規模な財政政策を行うことができるのは、新興国の犠牲のお陰
- 第二命題 新興国は、基軸通貨や国際通貨への強い選好が存在するため、自国の国債は選好されず、危機が訪れても、積極的な財政政策の発動は難しい
- 第三の命題 新興国からの強い選好が存在するため、基軸通貨国や国際通貨保有国の公的債務の臨界を規定するのは、グローバル経済の拡大ペース

ティロールらのバブル代替のモデルが示す通り、経済規模と同じ拡大ペースならバブルは維持できるが、国債発行の継続的な逸脱は維持不可能である。しかし、国際金融に拡張したFTPLモデルにおいて、基軸通貨国や国際通貨国の統合政府の負債への需要を規定するのは、それぞれの国の経済規模ではなく、グローバル経済の規模。基軸通貨国、国際通貨国の公的債務の天井は思ったより高い。

# 02

## 国際通貨「円」の賞味期限



# 「グローバルな最後の貸し手 (GLOBAL LENDER OF LAST RESORT)」

---

- 中国の台頭もあるが、国際金融の現場では、危機の際、FRBがグローバルな最後の貸し手機能 (GLLR) を強化し、ドルの基軸通貨性はむしろ増している。
- グローバル金融危機、コロナ危機では、FRBが主要中央銀行と通貨スワップ協定を結び、大量のドル資金を供給した。
- 欧州、日本、英国、カナダ、スイスなど5大中央銀行との通貨スワップ協定は、無制限かつ無期限
- コロナ危機では、5大中央銀行に加え、スウェーデン、オーストラリア、ノルウェー、デンマーク、ニュージーランド、ブラジル、メキシコ、韓国、シンガポールの9つの中央銀行と通貨スワップ協定を結び、大量のドル資金を供給。



## 円の国際通貨性は延命したのか？

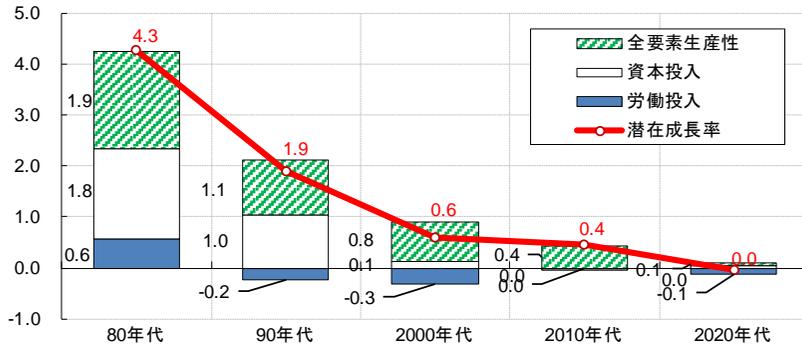
---

- 国際通貨は、新興国などからの強い選好が存在するため、中銀ファイナンスによる大規模な追加財政を行っても、資本流出を懸念する必要がない。さらに無制限かつ恒久的な米国との通貨スワップ協定という制度的に強固なバックストップが加わった。
- 日本国債の格下げが繰り返された場合、国債金利の急騰は日本銀行の購入によって抑え込まれるが、グローバル展開する日本の大手金融機関の格付も同時に引き下げられるため、彼らが国際金融市場でのドル資金の調達に困難を来し、それが超円安など危機の引き金を引くと考えられてきた。
- ただ、FRBを通じ、無制限のドル資金を恒久的に日銀が手にできるのなら、大手邦銀も外貨資金の手当てに窮することは、もはやないのか？
- だから、岸田文雄政権は大盤振舞の財政政策を継続しているのか？



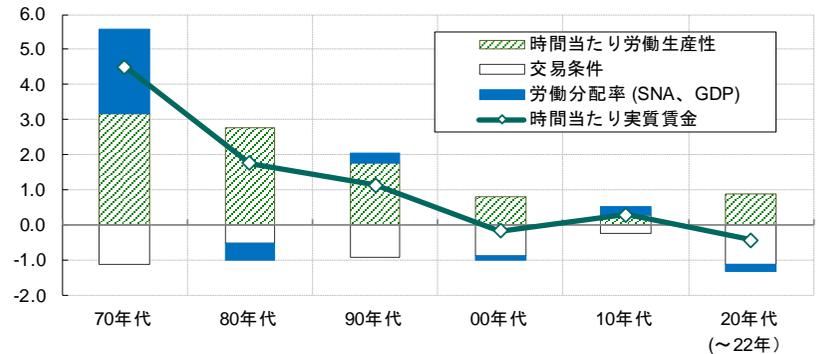
# 埋没する日本経済の実相

図1:トレンド成長率の寄与度分解(年率、%)



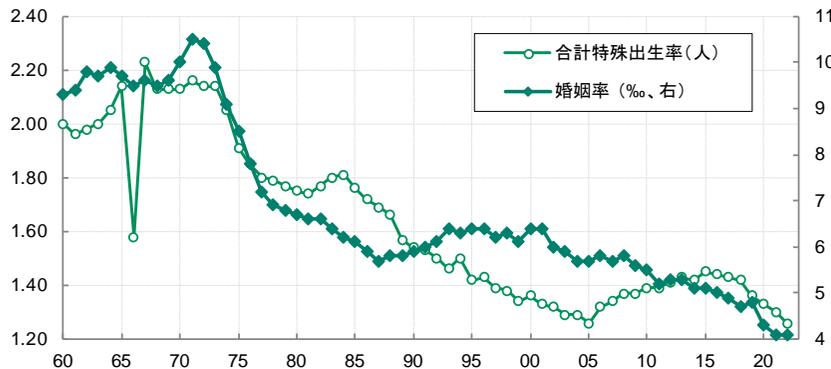
(出所)内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省資料より、BNPパリバ証券作成

図2:時間当たり実質賃金の要因分解(年率、%)



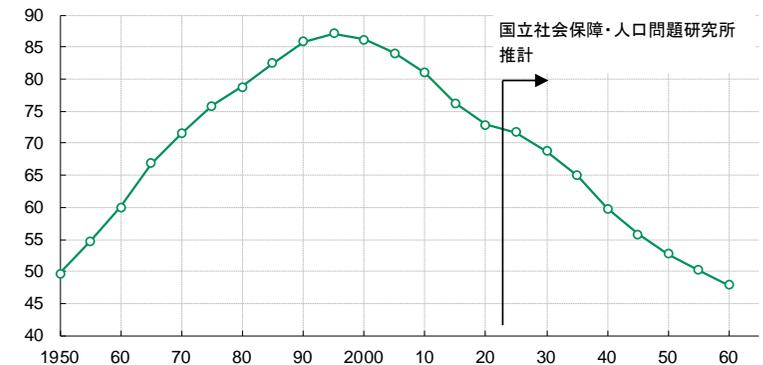
(出所)財務省、総務省、内閣府、厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成

図3:出生率、婚姻率の推移(暦年)



(出所)厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成

図4:生産年齢人口の推移(15～64歳、100万人)



(出所)国立社会保障・人口問題研究所資料より、BNPパリバ証券作成



# 国際通貨としての「円」の地位は安泰とは言えない

- 国際通貨であるかどうかは、相対的な国力が大きく影響。一人あたり所得はほとんど増えず、人口も減少が続くというのでは、国際通貨の一角を永く占めるのは困難。各国経済は、2%程度の実質成長の継続によって、一世代で倍増するが、ゼロ近傍の成長の日本では、経済規模の倍増に150年近く要し、埋没は不可避。
- R<Gが維持されていても、国際通貨でなくなれば、日本国債への選好は消失。
- 潜在成長率がゼロ近傍まで低下しているため、実効下限制約が解消されても、RとGの差分を十分に確保できなければ、公的債務の対GDP比が収束しても、現実問題としては、発散とまったく変わらず。PB収支がマイナス3%で、RとGの差がマイナス1%の場合、収束値は300%。PB収支がマイナス3%で、RとGの差がマイナス0.5%の場合、収束値は600%。
- 国際金融市場が財政破綻のリスクを織り込み始めると、長期金利が急騰し、利払い費が急増することで、自己実現的に公的債務の持続可能性は一気に崩れる。PB黒字化が見通せず、公的債務の対GDP比の上昇が続く日本では、アタックが始まった場合、サンスポット均衡によるサドンストップとは言い切れない。



# 米国の有権者は通貨スワップ協定の継続を容認するか？

---

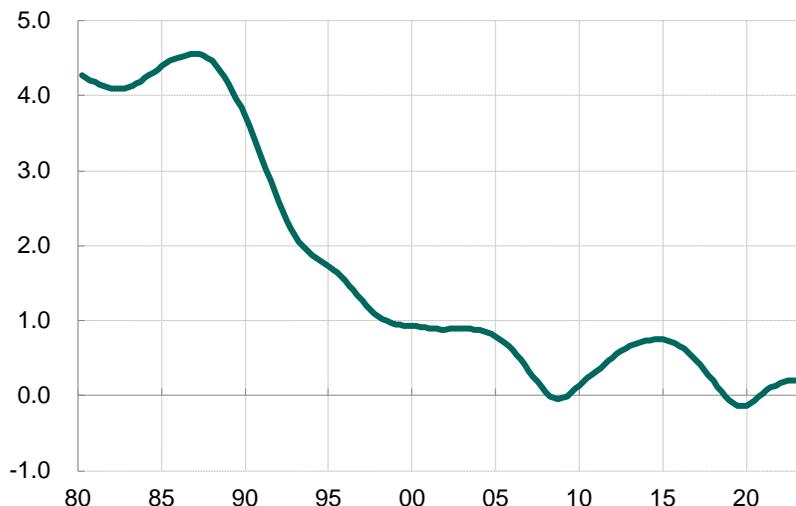
- コロナ禍で、多数の死者が出たイタリアでは、財政の持続可能性が大きく疑われ、同国の長期金利が急騰。財政の持続可能性が疑われ、ECBによる国債の大量購入で危機を回避。
- ECBが未然に危機を防ぐことができたのは、サンスポット均衡だったからか。ECBが単なる一国の中央銀行ではなかったから、イタリア国債の購入を通じ、ユーロ全加盟国からイタリアに対して潜在的な所得移転が行われ、デフォルトが回避された可能性も。
- FRBからのドル資金供給で、危機が回避できても、もはやサンスポット均衡によるサドンストップとはいえなくなる。多大な損失をFRBが被る事態を恐れ、米国の有権者は、日本との通貨スワップ協定を容認しなくなるのではないか。そうした疑念が、通貨スワップ協定の有効性を蝕む。



# 市場はRとGの差分の先行きをどう見ているのか

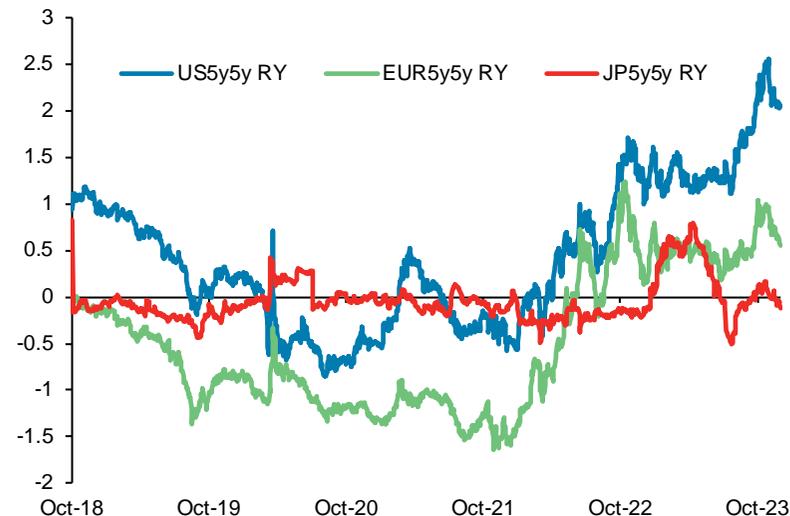
- 「 $d - d(-1) = (r - g) d(-1) - s$ 」  $r < g$ なら、 $d = s / (r - g)$ に収束。
- 米国の5年先5年の実質金利は2%を超え、潜在成長率の1%台半ばを上回る。
- 日本では、潜在成長率がゼロ近傍まで低下しているため、実効下限制約が解消されても、 $r$ と $g$ の差分を確保するのは困難。公的債務の対GDP比が収束しても、現実には発散と変わらず。PB収支がマイナス2~3%で、 $r$ と $g$ の差がマイナス0.5%の場合、収束値は400~600%で、事実上は発散。5年先5年の実質金利ゼロを前提にすると、文字通り発散。

図1: 日本のトレンド成長率(前期比年率、%)



(出所)内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省より、BNPパリバ証券作成

図2: 日米欧の5年先5年の実質金利(%)



(出所)Bloombergより、BNPパリバ証券作成



# R&Gが解消に向かう政治経済的リスク

---

カリフォルニア大学 バーバラ・F・ウォルター『アメリカは内戦に向かうのか』

- 21年1月に選挙結果に不満を持つ武装したトランプ支持者が連邦議会議事堂を襲撃。近年、世界各地で頻発する内戦に対し、米国の政治学者らがデータベースを構築し分析。内戦には共通要素が多く、驚くべきことに現在の米国に当てはまる。
- 最も専制的な国はマイナス10、最も民主的な国をプラス10とし、世界各国を21段階で評価。内戦が起こりづらいのは、先進国を中心とする点数の高い民主国家と、点数の低い専制国家。内戦確率が高いのは、±5の中間領域にあるアノクラシー(部分的民主主義)国家。
- 米国の評点は近年、プラス5とアノクラシーの領域に急落、南北戦争時より低い。支配層だった白人が人口面で少数派に転落しつつあり、所得面でもアジア系の台頭で劣勢。白人至上主義が台頭するが、銃保有や民兵が合法とされているのは厄介だ。中露だけでなく、米国も問題。



# 03

## 日本人が円預金を見捨てる日



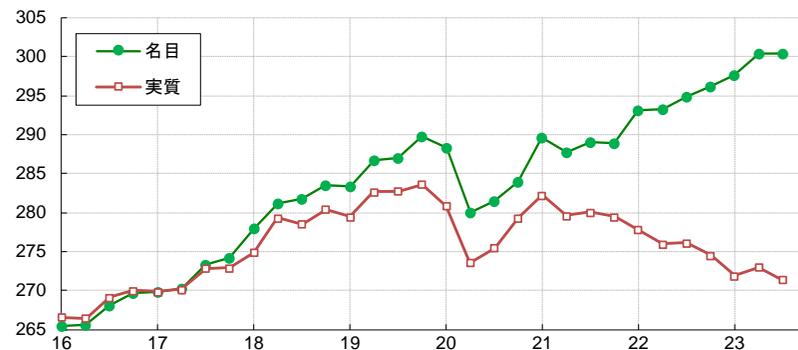
# 始まったのは好循環ではなく、インフレタックス

図1: 春季賃上げ率(主要企業、%、年度)



(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)



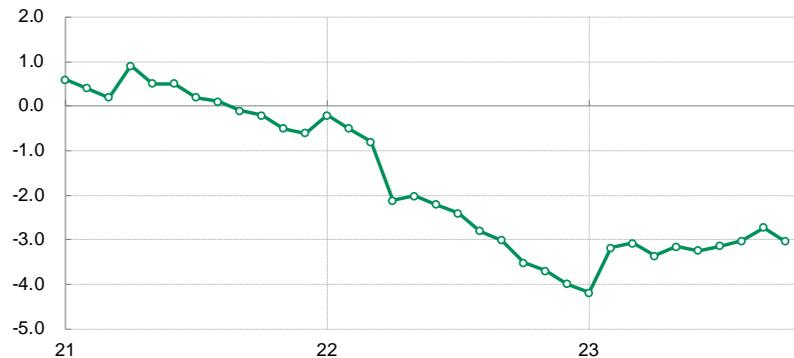
(出所)内閣府資料より、BNPパリバ作成

図3: 税収と名目GDP(兆円)



(出所)財務省、内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

図4: 実質預金金利 (%)



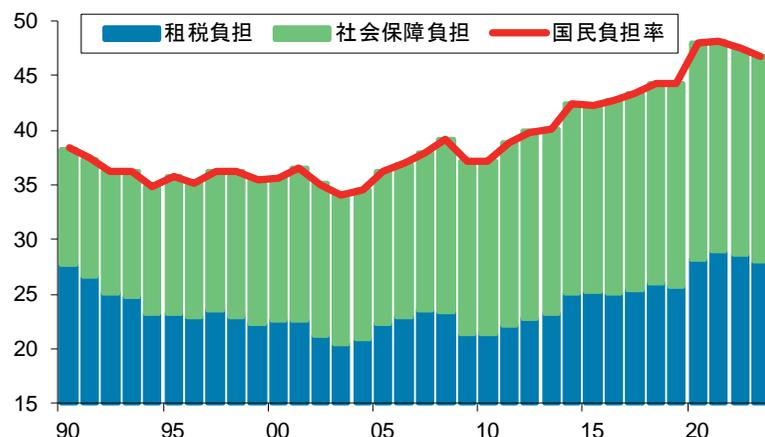
(出所)総務省資料より、BNPパリバ証券作成



# 安倍政権より大盤振舞の岸田政権？

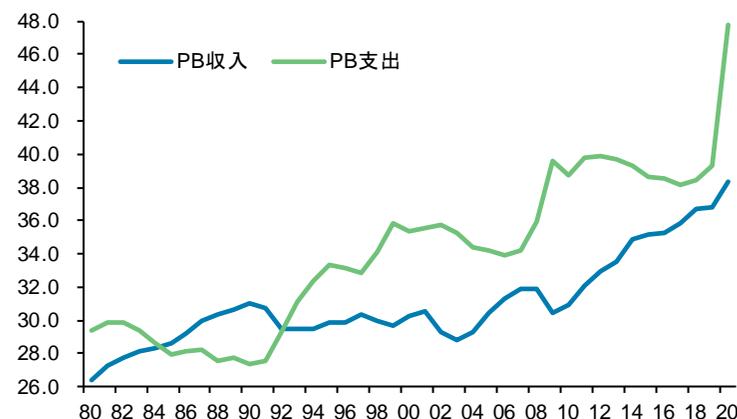
- 安倍晋三政権は拡張財政を繰り返したが、恒久的な歳入が固まらなければ、恒久的な歳出は行わなかった。岸田政権は、防衛費、子育てについて、恒久財源を確定することなく、年8兆円にも上る恒久歳出を決定。
- 安倍政権は、安倍晋三その人のリフレ志向とは裏腹に、それ以前の政権が決定した社会保障制度改革における歳入改革や消費増税を実行した。過去10年、歳入改革は一切行われていないため、このままでは、歳出、歳入共に、岸田政権は、安倍政権よりも拡張的な財政政策を行うことになる。

図1: 国民負担率(対国民所得比)の推移



(出所) 財務省資料より、BNPパリバ証券作成

図2: 一般政府のプライマリー収支(%、GDP比)



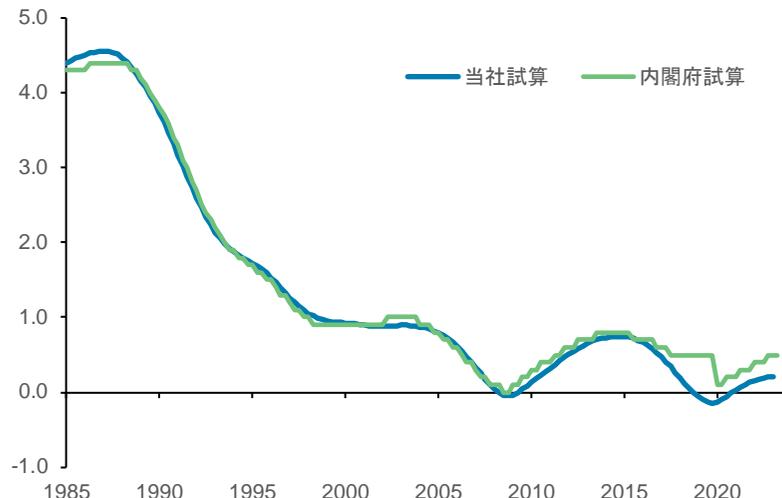
(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成



# 財政インフレのリスク？

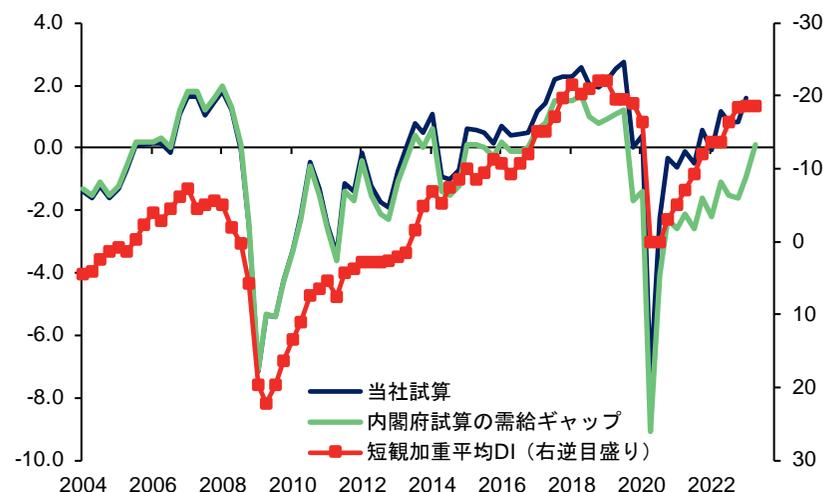
- 岸田政権は、マクロ安定化政策としても、大きな問題を抱える。需給ギャップのタイト化で、円安インフレがホームメイドインフレ化しているが、防衛費、子育て対策、GXで合計10兆円の歳出が先行され、さらなる需給ギャップのタイト化で、インフレが加速するリスク。
- 超金融緩和の継続を背景とした円安がもたらす物価高に対し、改造内閣が最優先で物価高対策を行うことも、さらなる需給ギャップのタイト化をもたらし、インフレを加速させる恐れ。

図1: 潜在成長率(前期比年率、%)



(出所)内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省より、BNPパリバ証券作成

図2: 需給ギャップ(季節調整値、%)内閣府加える



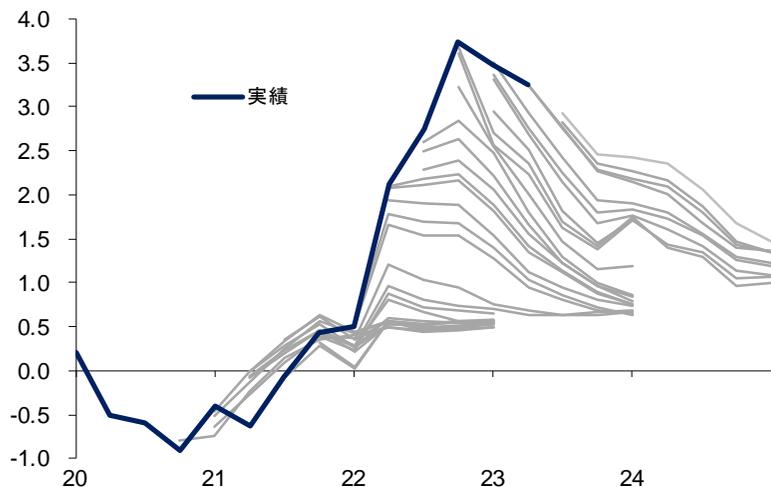
(出所)日本銀行、内閣府、経済産業省、総務省等資料より、BNPパリバ証券作成



# 米欧と同様、日本でも中央銀行と専門家が間違えるのか？

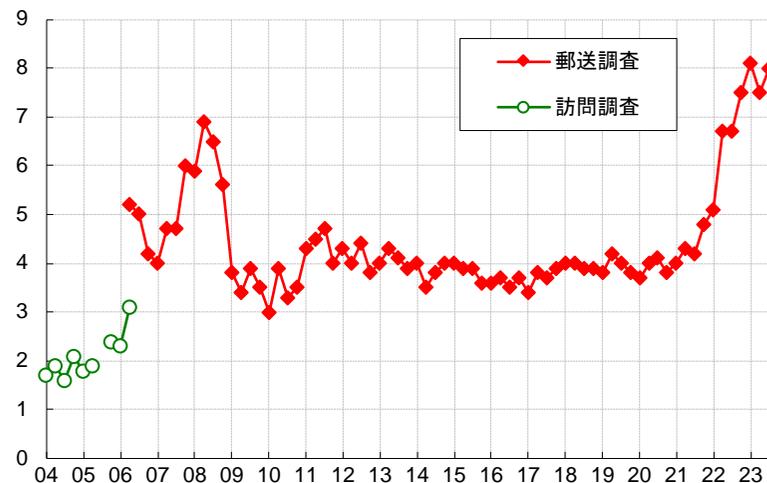
- 米欧では、中央銀行とエコノミストが繰り返し、インフレ見通しを上方修正
- ESP調査で繰り返される専門家のCPIコア見通しの上方修正
- 日銀短観(全規模・全産業)の物価見通し(6月)は、1年後2.6%、3年後2.2%、5年後2.1%
- 生活意識に関するアンケート調査では、22年以降、家計のインフレ期待は高止まり

図1: エコノミストのCPIコア予想(ESPフォーキャスト調査のコンセンサス、前年比、%)



(出所) 総務省、ESPフォーキャスト調査資料より、BNPパリバ証券作成

図2: 5年後の物価は現在と比べ何%程度変化すると思うか(平均値)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成



# 日本人が円預金を見捨てる日

---

- 超円安が襲い、YCCの再調整が、2022年12月に続き、23年7月と10月も行われた。早晩、マイナス金利政策の撤回が行われる見通しだが、巨額の公的債務と大幅なPB赤字を抱えたままでは、金利正常化を意味する継続的な利上げは容易ではない。
- ただ、公的債務管理の要請から低い金利水準の維持が必要といっても、高いインフレが続く中で、日本の預金者が果たして、このままゼロ近傍の預金金利を甘受するのか。
- 公的債務が膨張を続けても、ゼロ金利政策を続けさえすれば、利払い費を抑え込み、公的債務も管理可能という見方も少なくない。しかし、インフレによって実質価値が目減りすれば、日本の預金者はゼロ金利の続く円預金を手放し、ドルや他の国際通貨の預金を徐々に保有し始めるのではないか。
- 邦銀も円預金が流出し始めれば、自国通貨建てであっても、日本国債を積極的に保有しようとはしなくなる。そうなると、金融取引の担保需要等はともかくとして、日銀以外、円建ての日本国債を積極購入する人は少なくなる。



# より懸念されるのは、実質円レート的大幅低下

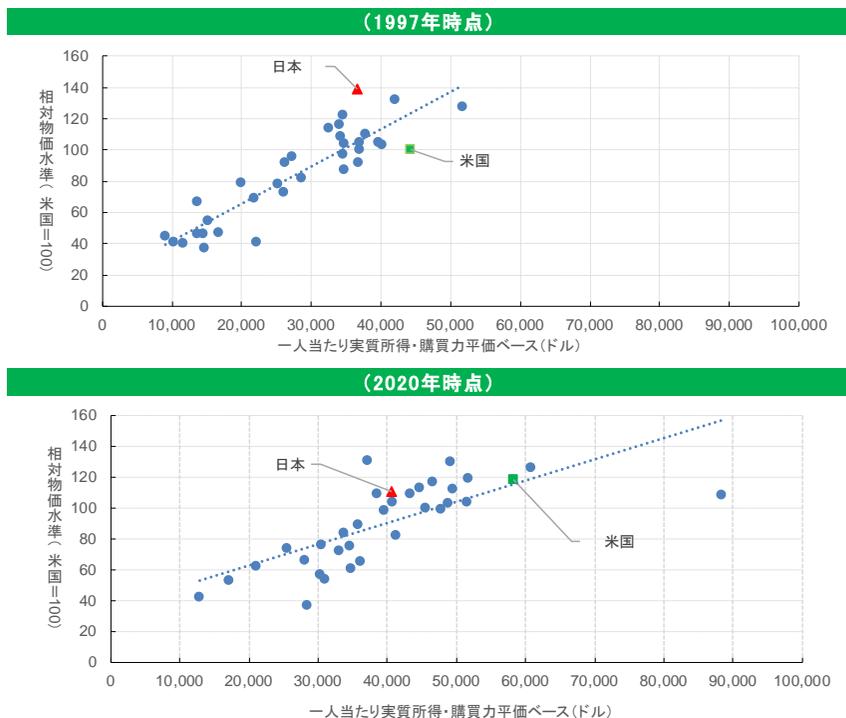
- 製造業の生産性の相対的な低迷が背景。国境の内側では上手く行っていない
- 今後の調整は、物価水準と名目為替レート的水準か
- 物価水準が4倍、名目円レートが四分の一に減価すれば、公的債務は持続可能な水準に

図1: 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

図2: 一人当たり実質所得水準と物価水準



(出所) OECD資料より、BNPパリバ証券作成



# 日本がアルゼンチンタンゴを踊る日

---

- クズネッツの4分類が意図したのは、「先進国は先進国のまま、新興国も新興国のまま、新興国から先進国に転身できたのは珍しく日本のみ、先進国から新興国に転落する国も珍しくアルゼンチンのみ」。
- 新たな分類は、言うまでもないだろう。新興国から先進国入りし、再び新興国に日本が転落すれば、日本はアルゼンチンと同じ経路をたどることになり、国の種類は4種類ではなく、3種類になる。



# 04

## 社会保障制度のアップグレード



# 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ったこと、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。



# 小刻みかつ間隔を置いた付加価値税の有効性

- 一斉に一律に引き上げる消費税は、駆け込み需要をもたらすなど、制度設計に大きな問題を抱えている。欧州では、事業者は付加価値税を原油高のようなコストとして扱い、どこに転化するかは事業者の裁量に任されている。「社会連帯税」という新たな付加価値税を導入し、コロナに要した費用や少子化対策、防衛費などの財源を一括で対応すべきではないか。歳出ごとに財源を見出すのは政治的にハードルが高い。また、新税であれば、交付税問題も回避可能。
- 潜在成長率が0.5%弱では、2%、3%の消費増税は大き過ぎる。毎年0.5%でも、増税期間中、所得増が相殺される。
- 2-3年に一度、0.5%の増税なら、不況を避けられ、同時に、家計の所得増加も可能に。景気へのダメージが小さいため、景気対策としての追加財政も不要に。毎回の税収が小さいため、他への流用も避けられる。
- ただ、10ポイントの引き上げには、40-60年。15ポイントの引き上げには、60-90年を要する。長期間を要しても、不況を回避できるのなら、信頼に足る財政健全化策と市場は受け止めるのではないか。そもそも日本の財政健全化は、50年、100年を要する国家事業。



### 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リスクがあり、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を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ホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（[https://www.moodys.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx)）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

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「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.spglobal.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

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

### 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おりません。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もありません。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もありません。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場合もあ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。格付はそれ自身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に依拠しており、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 or where relevant the document/communication to which this notice relates (all references in this notice to a document or communication shall be construed as referring to this document or such document/communication related to this notice, as appropriate) has been written by our Strategist and Economist teams within the BNP Paribas group of companies (collectively “BNPP”); it 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 report. 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 investment research for the purposes of MiFID II. 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.

The content in this document/communication may also contain “Research” as defined under the MiFID II unbundling rules. If the document/communication contains Research, it is intended for those firms who are either in scope of the MiFID II unbundling rules and have signed up to one of the BNPP Global Markets Research packages, or firms that are out of scope of the MiFID II unbundling rules and therefore not required to pay for Research under MiFID II. Please note that it is your firm’s responsibility to ensure that you do not view or use the Research content in this document if your firm has not signed up to one of the BNPP Global Markets Research packages, except where your firm is out of scope of the MiFID II unbundling rules.

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™ is a trade mark of BNPP.

MARKETS 360 is a trade mark 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 by the recast Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) (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.

Securities described herein or in the document may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors.

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 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.

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 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.

BNPP may make a market in, or may, as principal or agent, buy or sell securities of any issuer or person mentioned in this document or derivatives thereon. 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 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 and its affiliates 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.

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.

# LEGAL NOTICE

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 and its affiliates do 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 document/communication to which this notice relates 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 our prior written consent. 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 and its affiliates 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 or its affiliates 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.

**For country-specific disclaimers** (United States, Canada, United Kingdom, France, Germany, Belgium, Ireland, Italy, Netherlands, Portugal, Spain, Switzerland, Brazil, Turkey, Israel, Bahrain, South Africa, Australia, China, Hong Kong, India, Indonesia, Japan, Malaysia, 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](https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.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 (2023). 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 and/or its affiliates may be a market maker or liquidity provider in financial instruments of the issuer mentioned in the recommendation.

BNPP and/or its affiliates may provide such services as described in Sections A and B of Annex I of MiFID II (Directive 2014/65/EU), to the Issuer 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 and/or its affiliates 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 and/or its affiliates 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 and/or its affiliates 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.

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 and/or affiliates.

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