

財務省 財務総合政策研究所

日本の所得分配・再分配に関する研究会 第5回会合

# レント・シェアリングの定着を 社会契約と統合的な「埋め込まれた自由主義」の復活

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

2026年2月10日

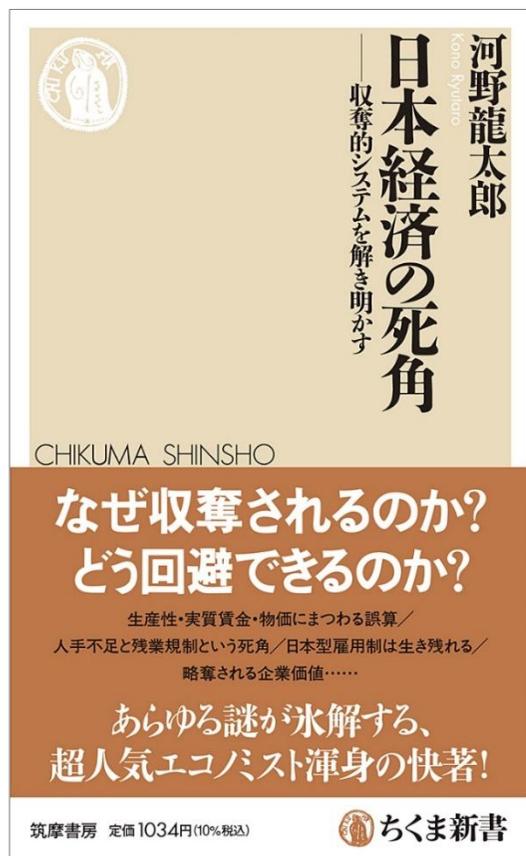


**BNP PARIBAS**

The bank for a changing world

# 『日本経済の死角 収奪的システムを解き明かす』

筑摩書房(2025年2月)



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穽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 | 1

# 今日のお話のポイント

過去10年あまりの主張：儲かってもため込んで、賃金上げにも国内投資にも消極的な日本の大企業が長期停滞の主因（『成長の臨界 「飽和資本主義」はどこへ向かうのか』）

1. 日本の実質賃金低迷は、生産性の問題ではなく、一次分配の問題。レント・シェアリングが忘れ去られ、生産性上昇にも関わらず、実質賃金が上がっていないから、個人消費が低迷し、国内売上が増えない。それ故、投資が行われるのは国内ではなく、海外ばかり。
2. 「株主利益の最大化が企業経営者の役割」式のコーポレートガバナンス改革もレントシェアリングを損なう要因。日本でも冷戦終結後の新自由主義的政策が社会契約を反故にしたから、停滞が続いているのではないか。90年代までの自由化は、社会契約と整合的な「埋め込まれた自由主義」だった。
3. イノベーションは極めて重要だが、収奪的なものと包摂的なものの二つのタイプがあり、デフォルトは収奪的。株主至上主義の収奪的な社会からは包摂的イノベーションは生まれにくい。イノベーションを社会が飼いならし、包摂的なものにしなれば、むしろ多くの人を苦しめる。AIや外国人労働を活用する際、デメリットを受ける人を包摂する制度の構築が不可欠。



00

## 世界秩序の混乱と分配問題



# 迂遠だが、分配問題はリベラルな国際秩序崩壊の元凶

- 2025年12月の国家安全保障戦略で、西半球を重視するモンロー主義への回帰を宣言し、年初にはベネズエラ侵攻。覇権国不在が続き、混乱の長期化も。
- 米国の内向きが始まったのはオバマ時代末期から。トランプ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・トランプ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ェア族と、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生じ、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。これが先進国の政治分断の背景であり、グローバルサウスの国々が市場経済化に反発し権威主義化している理由。



# 関税の根拠を示すミラン講演は帝国の末期症状を示唆

- 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」。
- 米国が覇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。米国が覇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。覇権や通貨覇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（ネーションの統合に失敗）。
- 覇権国、帝国は、本来、帝国域内の交易の拡大によって、多大なメリットを享受する。各国に関税や米国への直接投資などの負担を強いるのは、帝国、覇権国が収奪的な色彩を強める末期症状。



01

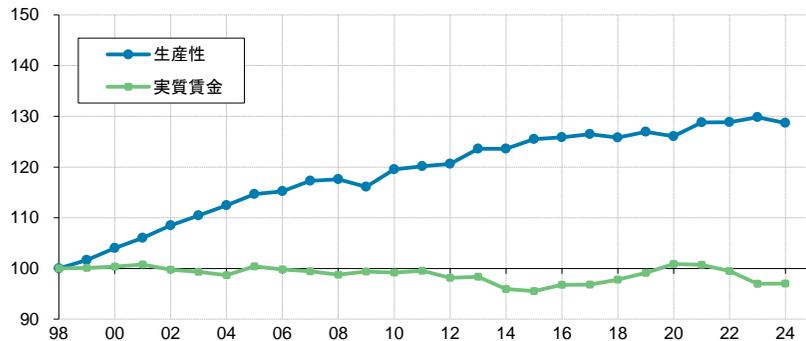
生産性が上がっても実質賃金が  
上がらない理由



# レント・シェアリングの発想ゼロの日本企業

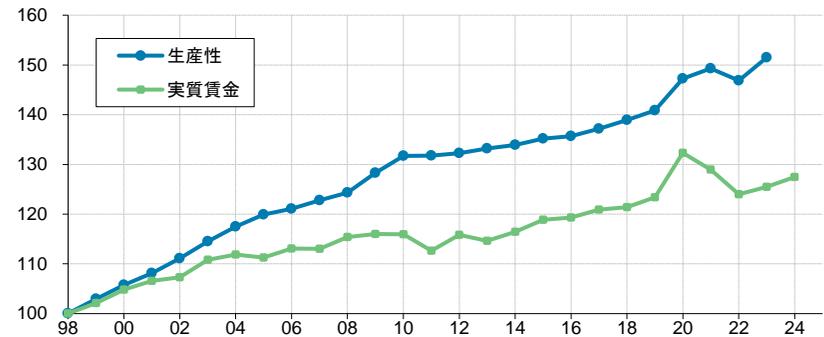
- 90年代末以降、時間当たり生産性は3割上昇したが、時間当たり実質賃金は横ばい。米国では、生産性は5割上昇し、実質賃金は3割弱上昇。仏独は日本より生産性の上昇は劣るが、フランスの実質賃金改善は米国に肉薄、ドイツも日本に比べて大きく改善。
- 株主が取るリスクを超えた収益をレントと呼ぶが、日本はレント・シェアリングの発想がゼロ。

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)



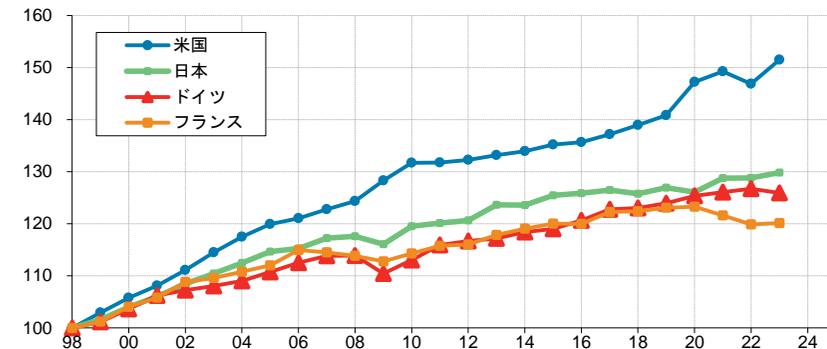
(出所)総務省、厚生労働省、内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

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)



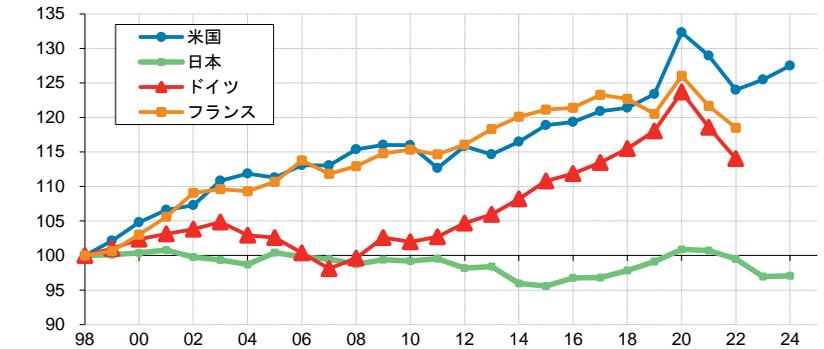
(出所) Macrobond、OECD資料より、BNPパリバ証券作成

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)



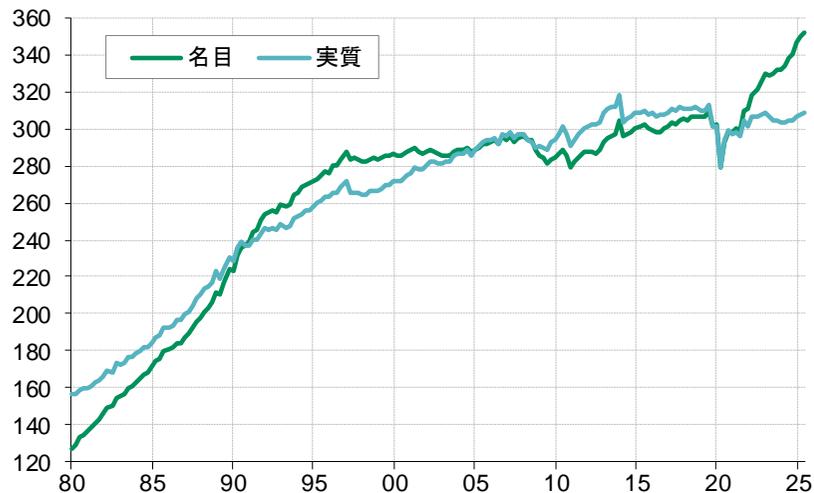
(出所)総務省、厚生労働省、Macrobondより、BNPパリバ証券作成



# 「合成の誤謬」から抜け出せるか？

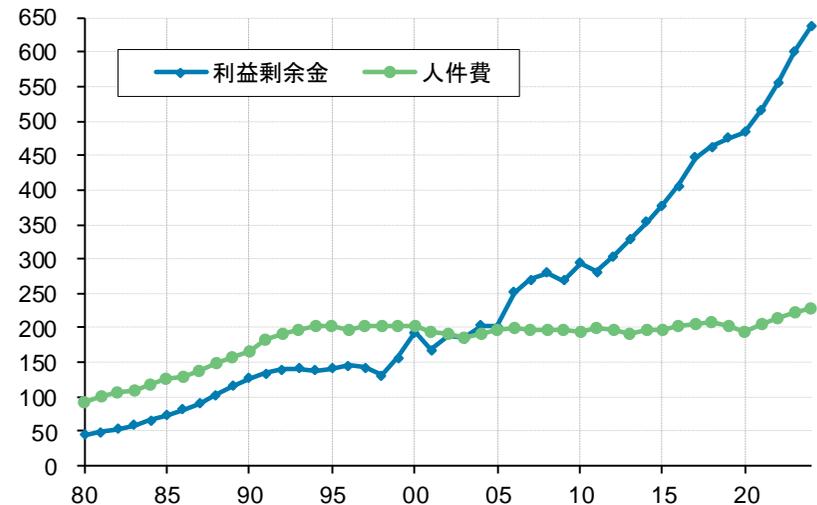
- 企業経営者は人口が減少しているから個人消費が低迷しているというが、生産性の上昇で、人口減少の影響は相殺。実質賃金が増えないから、個人消費が増えず、国内売上が増えないため、採算が取れず、投資は海外ばかり。典型的な「合成の誤謬」。
- メインバンク制が崩壊した際、長期雇用制を維持するために、利益を増やし、自己資本を積み上げる必要があった。利益を増やすため、コストカットとして、正社員のベースアップを凍結すると共に、非正規雇用に頼るようになった。

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)



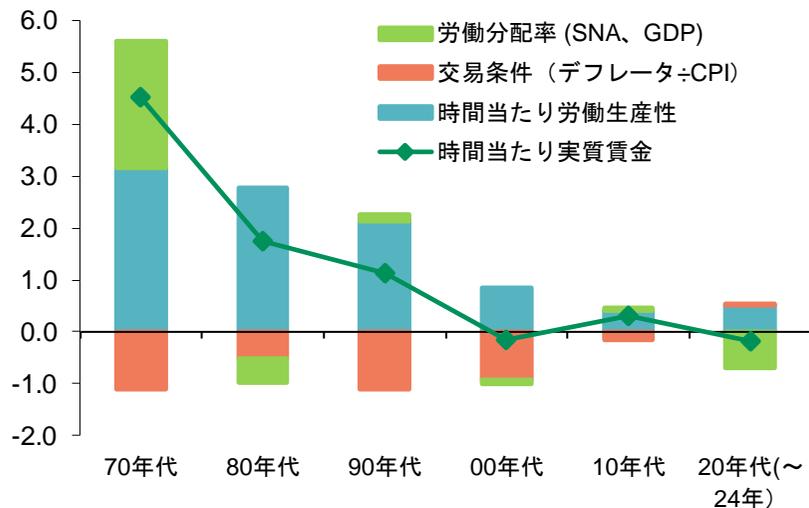
(出所) 財務省資料より、BNPパリバ証券作成



# 交易条件悪化ゆえに実質賃金を上げられないのか？

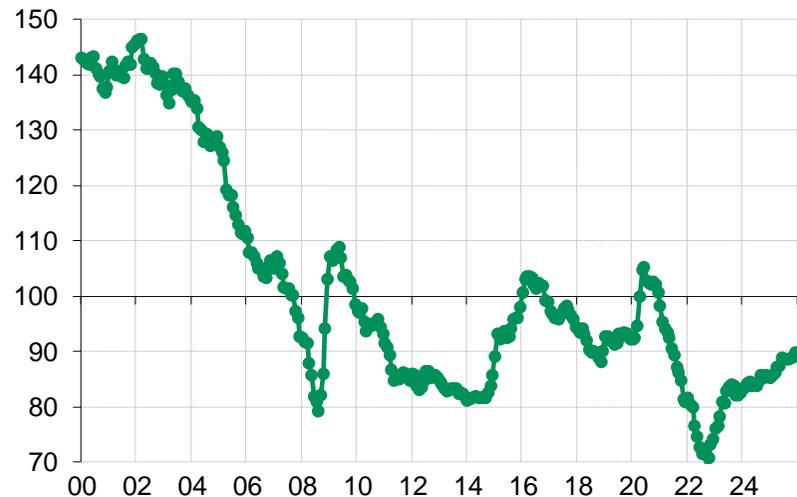
- 90年代、2000年代は、確かに交易条件の悪化が実質賃金を押し下げ。当時、企業は過剰雇用や過剰設備、過剰債務を抱え、従業員が負担を強いられるのはやむを得なかったのかもしれない。
- ただ、安定的で高水準の企業業績が続くようになった2010年代、それまでの埋め合わせが行われてもよかったのではないか。それを、2014年以降のコーポレートガバナンスコードが阻害したのではないか。

図1: 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

図2: 交易条件(輸出物価÷輸入物価×100)



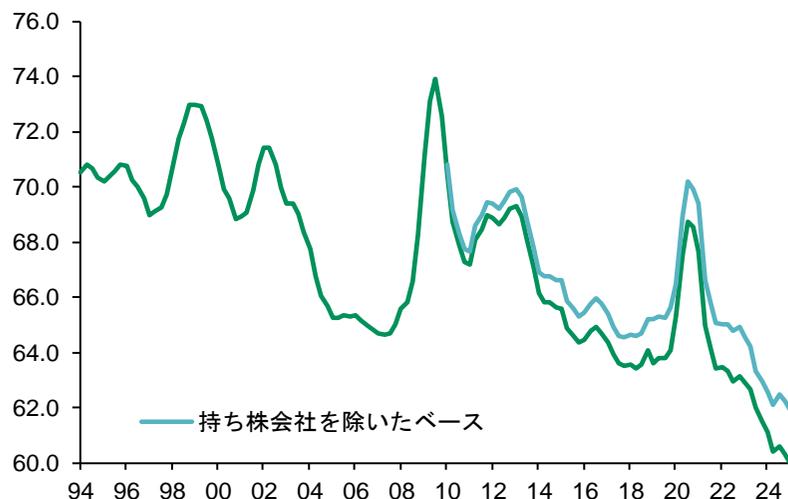
(出所)日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成



# 「分配率は低下していない」は妥当か？

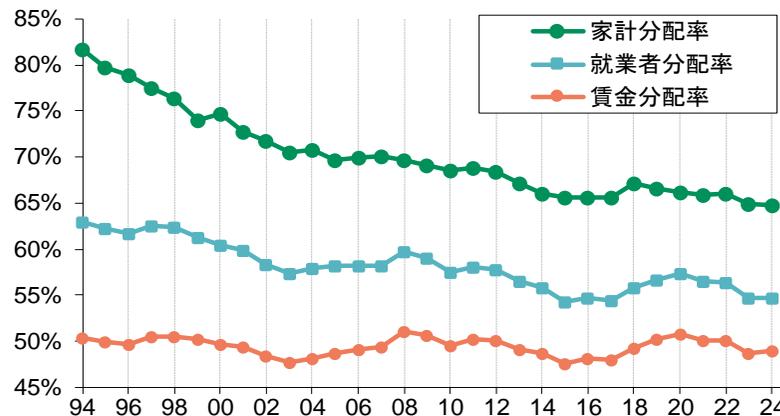
- 法人企業統計で見ると、労働分配率は明白な低下傾向だが、SNAベースでの労働分配率は概ね横ばい。これは、自営業者の減少に伴う雇用者数の増加が、雇用者所得を押し上げているため、雇用者報酬に「就業者数/雇用者数」を乗じて補正した就業者分配率は低下傾向が明白。
- 雇用者所得に、家計の受け取る財産所得と、企業の営業余剰の内、家計の取り分（株式の家計保有比率を、家計保有比率＋外国人保有比率で除したものを）を足したものを基に家計分配率を計算すると、低下傾向。

図1: 労働分配率(%、4四半期移動平均)



(出所) 財務省資料より、BNPパリバ証券作成

図2: 分配率の推移(年度、分母はいずれもGDP)



(出所) 脇田成「いまどうするか日本経済」、内閣府、日本証券取引所より、BNPパリバ証券作成

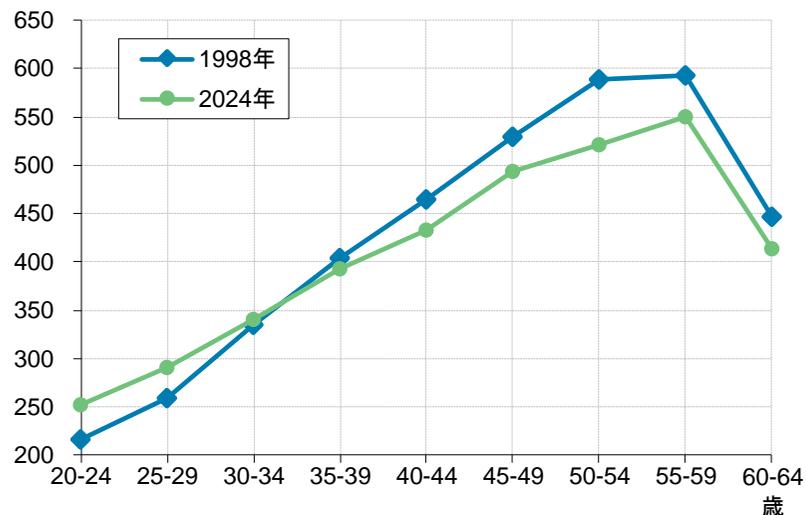
(注) 家計分配率の分子は、雇用者報酬＋家計の財産所得の受取＋企業の営業余剰×家計株主保有比率÷(家計株主保有比率＋外国人株主保有比率)。家計株主には投資信託・年金・生損保を含む



# 「実質ゼロベア」の弊害から抜け出せるか？

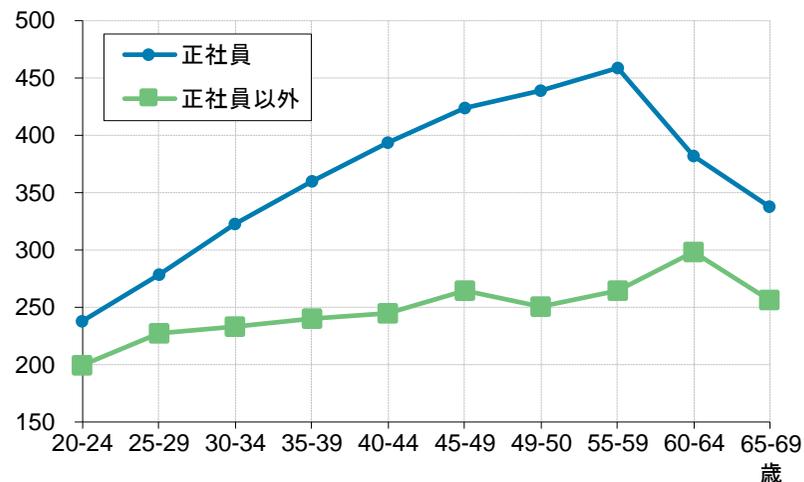
- 過去四半世紀、ベアは凍結され、定期昇給のみだったから、賃金に生産性向上は全く反映されてこなかった。現在の部長・課長の賃金は、四半世紀前の部長・課長より低い。経営者の一部は今もベアを物価調整の手段と考え、実質ゼロベアから抜け出せない。
- ベンチマークとなる大企業が賃上げを怠っていたから、中小企業も不十分な賃上げで許されてきた。過去四半世紀、長期雇用制の枠外にいる非正規雇用は、属人ベースでも賃上げは限定的だった。そこにコロナ禍と円安インフレが訪れたため、苦境に陥った。それが減税ポピュリズム(左派ポピュリズム)の背景。

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: 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



# 02

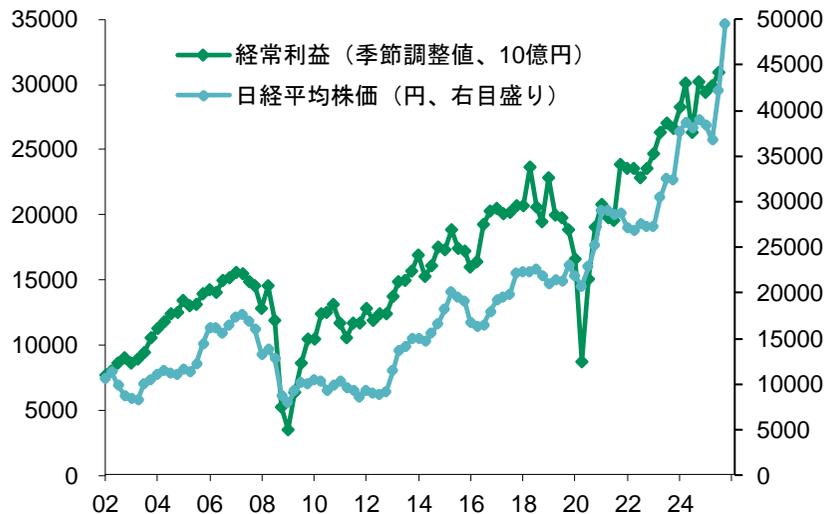
## コーポレートガバナンス改革 の陥穽



# コーポレートガバナンス改革は適切だったのか？

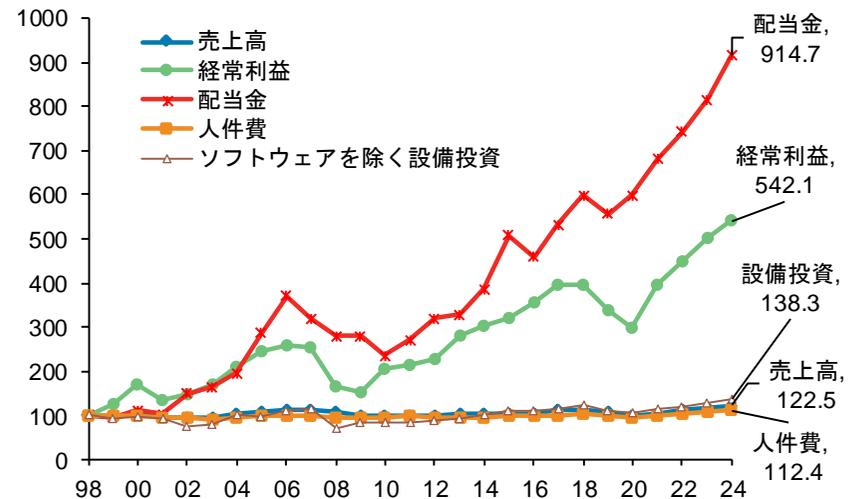
- 日本型CGの下、企業業績は改善し株価は大きく上昇したが、レント・シェアリングは乏しく、家計に恩恵は及ばなかった。賃上げを阻害しただけでなく、他制度と齟齬を来し、長期停滞を助長した可能性(制度補完性の問題)。M&Aや転職の市場が未発達な日本では、新技術導入の際、長期雇用制の下で時間をかけ人材を育成する必要があった。これが機能せず、企業はコストカットに邁進。
- 本来あるべきCGは、株主だけでなく、取引先、従業員、債権者、地域社会など全てのステークホルダーの利益を勘案するよう企業経営者に規律づけすること。経営者の役割は株主の利益最大化」式のCGの下では、収奪的イノベーションしか生まれない。そもそも自社に上場の必要性はあるのか、再検討すべき。

図1: 経常利益と日経平均株価



(出所) Macorobond、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



# 日本の長期停滞もグローバリゼーション・パラドックスの帰結か？

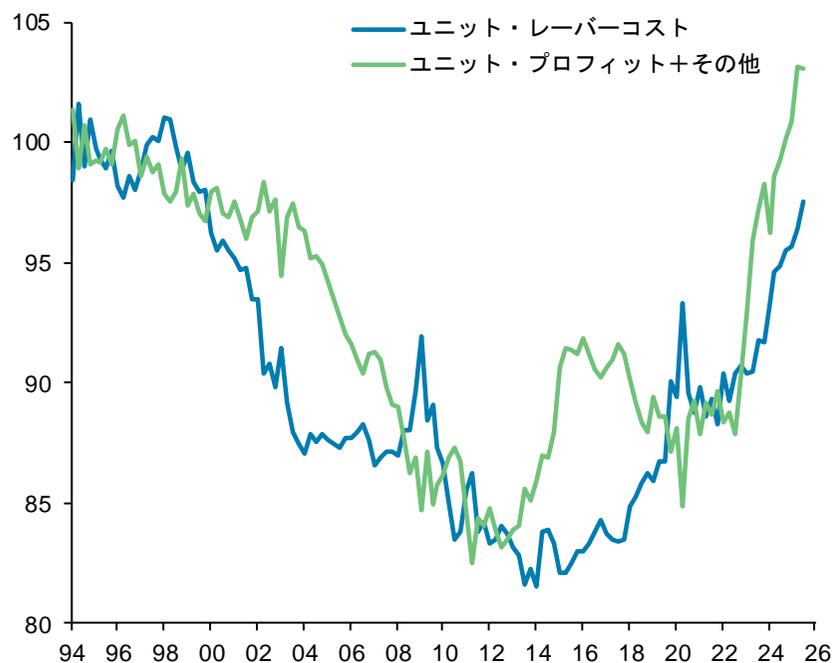
- 冷戦の終結時、「国境の壁」を低くし、ヒト、モノ、カネの移動を活発化した結果、国境の内外を自由に移動できる高い教育を受けたエニウェア族と、同じ場所にとどまるサムウェア族との間で格差が拡大。グローバリゼーションを推進した米国でも社会契約が反故にされ、その反発から脱グローバル化が始まった。グローバルサウスでも、冷戦終結後、新自由主義的政策が社会契約を反故にした反発から、権威主義が台頭。
- 戦後、ブレトンウッズ体制の下での自由化、国際化は、各国の社会契約を浸食しない限りにおいて推進（政治学者ジョン・ラギーの「埋め込まれた自由主義」）。二度の大戦につながった1910年代の超グローバリゼーションへの反省。しかし冷戦終結後、資本移動は全面自由化、WTOは国内政策に踏み込む枠組みとなり、労働移動も活発化。それらが各国の民主制の土台を掘り崩した。
- 日本も、2000年代以降、コーポレートガバナンス改革など、新自由主義的な資本市場改革の導入によって、レント・シェアリング等の社会契約を反故にしているから、長期停滞が続いているのではないか。儲かったら従業員に還元するという社会契約の復活が不可欠。



# 賃金上昇とインフレの好循環ではなくスパイラル

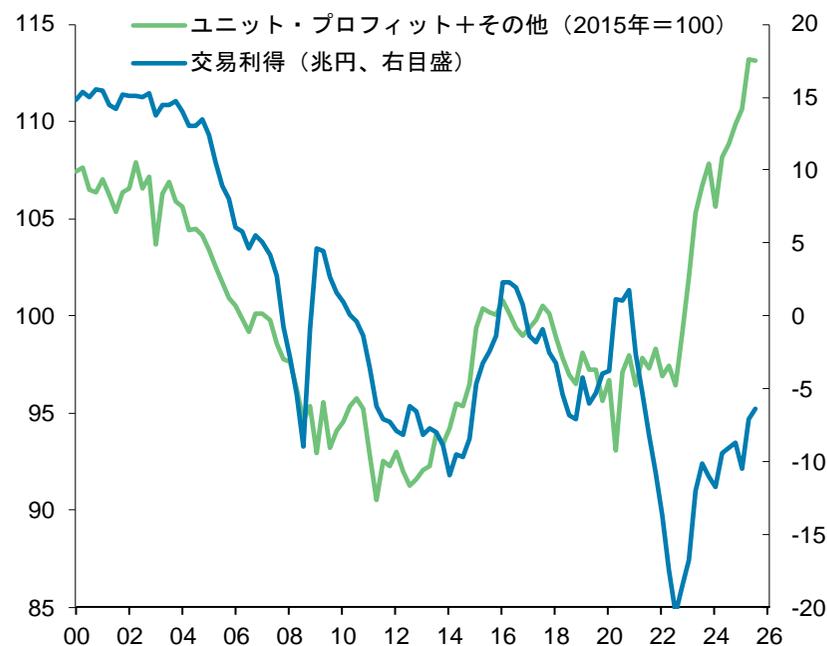
- 2010年代以降、コストの価格転嫁が続き、ユニットレイバーコスト以上に、ユニットプロフィットトが上昇。現在の日本はグリードフレーション(強欲インフレ)か？
- 価格転嫁が許されるのなら、企業は容易に賃上げを継続。株主至上主義の下、賃上げの原資はレント・シェアリングではなく、価格転嫁となっている。
- 完全雇用の下、賃上げとインフレのスパイラルでホームメイドインフレが継続。

図1: ユニットプロフィットとユニットレイバーコスト(1994年=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



# 日本は収奪的な経済システムに移行したのか？

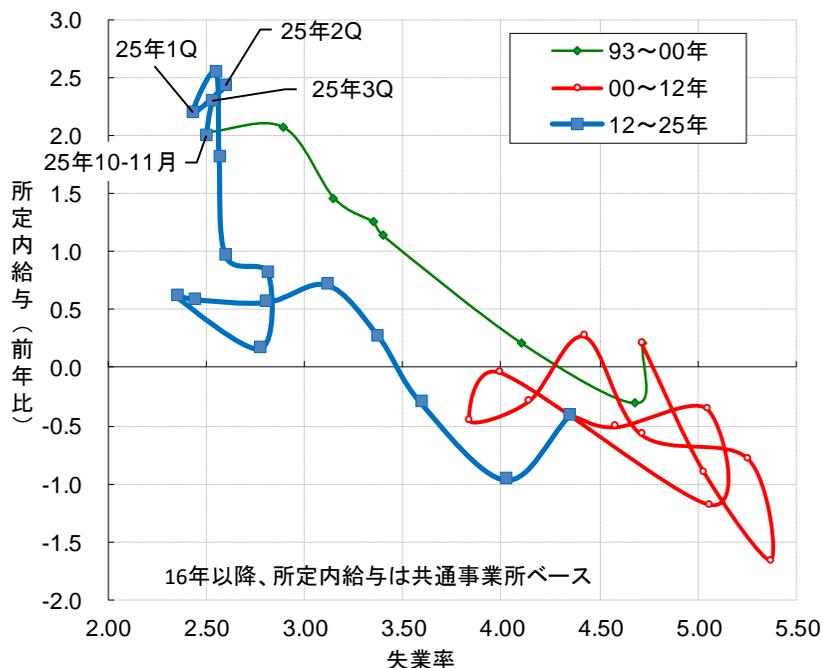
- 「国家はなぜ衰退するのか」で、ダロン・アセモグルとジェイムズ・ロビンソンは、収奪的な制度の国は衰退し、包摂的な制度の国は繁栄するとした。アセモグルらが懸念したのは、企業献金が青天井で、イノベーションの果実が富裕層に集中する米国。高圧経済戦略を続け、超人手不足になっても、日本が長期停滞から抜け出せないのは、レントシェアリングは行われず、収奪的社会に移行しているからではないか。
- 振り返れば、人件費抑制のための非正規雇用制も極めて収奪的なイノベーションだった。グローバル経済の変容で、社会保障のアップグレードが必要な時、それを怠り、日本社会は十分なセーフティネットを持たない非正規雇用を安価な雇用として積極活用した。そうしたダークサイド・イノベーションを積極化する企業を社会がむしろ称賛。人手不足が深刻な日本では、AIによる自動化や移民は歓迎されやすい。ただ、収奪的な社会システムのままでは、実質賃金は上がらない。
- 大企業経営者は、ベースアップをインフレの調整に用い、定昇による実質賃金の引き上げを念頭に置いている可能性がある。過去四半世紀は、ゼロインフレの下、ゼロベアで、実質賃金上昇率はゼロ。仮に2%インフレが定着しても、2%ベアなら、実質ゼロベアは変わらず、実質賃金上昇率もゼロ。ゼロインフレ・ノルムが問題なのではなく、「実質ゼロベア」ノルムが真の問題。金融緩和の継続では解決できない。



# 高いインフレの下でなぜ減税ポピュリズムが広がっているのか？

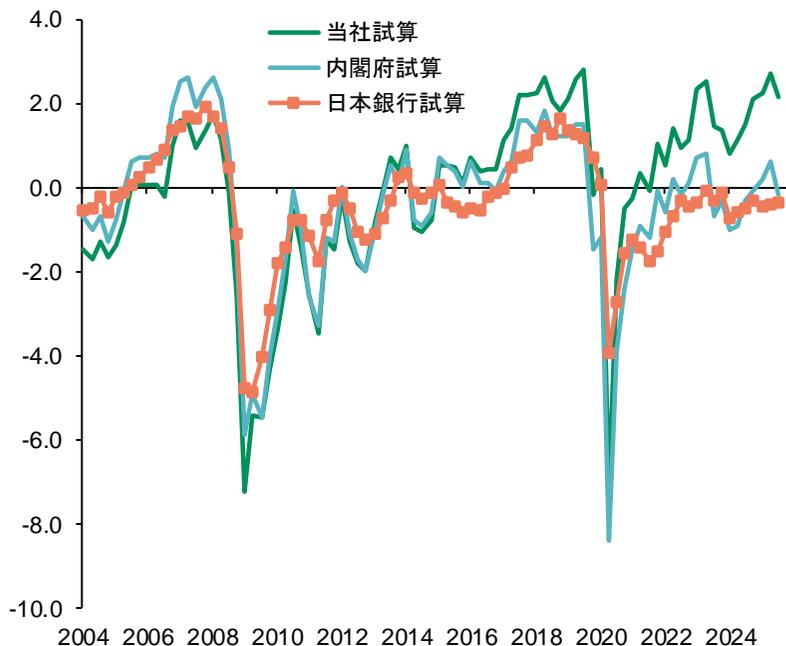
- 3%程度のインフレの下、1%を下回る政策金利が維持され、低い実質金利が円安傾向を招き、それが完全雇用の中でホームメイドインフレ化。物価高対策として拡張財政を繰り返すと、インフレ圧力を醸成するだけで、有権者の怒りは収まらず。
- 反緊縮の左派ポピュリズムが跋扈するのは、低所得世帯に冷たいからではないか。消費税減税ではなく、低所得者を包摂する「給付付き税額控除」が処方箋の一つ

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



# 03

## イノベーションを社会はどう 飼いならすか



# ダロン・アセモグルとサイモン・ジョンソンの論考 （『技術革新と不平等の1000年史』）

---

1990年代以降のIT革命の恩恵は一部の人に集中。産業革命は18世紀後半に始まったが、実質賃金の上昇は1870年代以降。イノベーションの効果が広がるには時間を要するというだけの話か？

- イノベーションの二つの種類（包摂型と収奪型）。歴史的に見ると、包摂的なイノベーションでなければ、収奪が進み、必ずしも成長にはつながらず、多くの人を苦しめる。
- 多くのイノベーションは自動化をもたらし、平均生産性を引き上げるが、むしろ限界生産性を引き下げるため、労働需要は低下し、実質賃金を押し下げる要因になる。限界生産性が上がれば、労働需要は増え、実質賃金を押し上げる。イノベーションには自動化の要素が含まれるが、新たな仕事を生み出し、限界生産性の上昇に繋がらなければ、労働需要は増えず、実質賃金も上がらないため、社会全体に恩恵は広がらない。
- イノベーションが収奪的なものになるか、包摂的なものになるのかは、社会のあり方が規定するのであって、事前に方向性が決まっているわけではない。歴史的には、民主化が進み、労働者が団結して起業家や資本家に対し対抗力を持つと共に、反トラスト法が整備されるようになって、実質賃金の上昇をもたらすイノベーションが生まれた。
- 「経営者の役割は株主利益の最大化」式のコーポレートガバナンスの下では、人件費抑制型で、株主に利益が集中する収奪的イノベーションしか生まれない。



# 社会はどうイノベーションを飼いならすか？

- これまで、各国ともイノベーションを進める人ばかりを支援する一方、イノベーションで不利益を被る人のサポートは十分ではない。AIや外国人労働の活用で、企業や高い教育を受けた人は大きなメリットを享受するが、競合する下流中間層のサポートが忘れられている。
- 包摂的な社会でなければ、収奪的なイノベーションしか生まれない。「包摂的な輸入」、「包摂的なグローバル化」、「包摂的なIT革命」というのがあり得たが、いずれも「収奪的な輸入」、「収奪的なグローバル化」、「収奪的なIT革命」ではなかったか。各国の社会契約と統合的な「埋め込まれた自由主義」が包摂的イノベーションへの近道。
- 所有概念の再検討も必要。稼ぎの良い人は、自分の能力で稼いだという。ただ、優れた能力があっても、社会から授かる教育や周りのサポートなしには、なかなか成果は得られない。自分が生み出した付加価値だと言っても、自分だけのものとは言えない。知識経済の時代において、あらゆるアイデアは過去のアイデアの蓄積から生み出されたもの。独自のアイデアでも、それが生み出す付加価値をすべて独占するのは許されない。アイデアが生み出す付加価値の帰属について考え直す必要がある。ジョン・ロックの「所有権的個人主義」以前は、「欲望から自由になるための学問」としてリベラルアーツを重視。



# 『世界経済の死角』

幻冬舎(2025年7月)



- 序章 外国人にとって“お買い得な国”の裏側
- 第1章 なぜ働けどラクにならないのか
- 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



## 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・レーティングス・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、債務の市場流動性及び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 (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 our prior written consent.

BNP Paribas may use AI Tools to assist in the preparation of reports and/or other materials. Notwithstanding any such use of AI Tools, all presented forecasts and recommendations are made by the BNP Paribas personnel identified in the relevant report. For the avoidance of doubt, you are not permitted to use AI Tools that have not been provided by or made available by BNP Paribas 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 losses 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](http://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 résolution. 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, 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](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 type the following URL to access our legal notices: [https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/commons/documents/Country\\_CTDA\\_disclaimer.pdf](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 (2026). 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.

## LEGAL NOTICE

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.

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.