



## MARKET ECONOMICS

# Weekly Economic Report

2024年4月19日号 (No.1049-s)

河野 龍太郎

チーフエコノミスト

加藤 あずさ

シニアエコノミスト

白石 洋

シニアエコノミスト

井川 雄亮

マーケット・ストラテジスト

## 日米欧の金融政策の行方

### グローバル金融経済シナリオの再点検

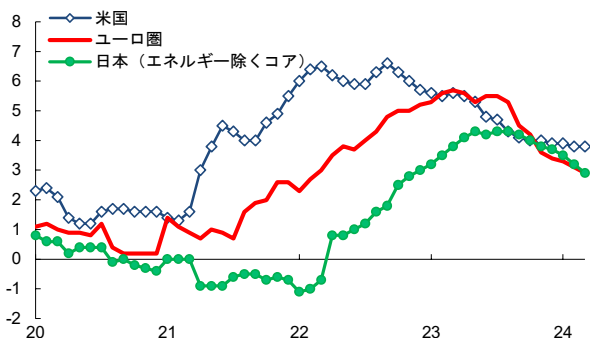
河野 龍太郎

昨年半ばから、筆者は、米国経済は堅調であり、ノーランディング、ないしソフトランディングするというシナリオを堅持してきた。12月のFOMCで金融市場が大幅利下げを織り込んだ際も、むしろ長期金利の大幅低下とそれがもたらす株高によって、総需要が強くと刺激されるため、利下げが大きく遅れるだけでなく、利下げ幅も大幅に縮小し、むしろ2024年末から2025年初頭には利上げ論が台頭し得ると論じてきた。今のところ筆者の見立て通りの展開となっているようにも見えるが、今回のWeekly Economic Reportでは、今後のグローバル金融経済、そして日本経済と日銀の金融政策のシナリオを再点検する。

### なぜ高い金利の効果が現れないのか？

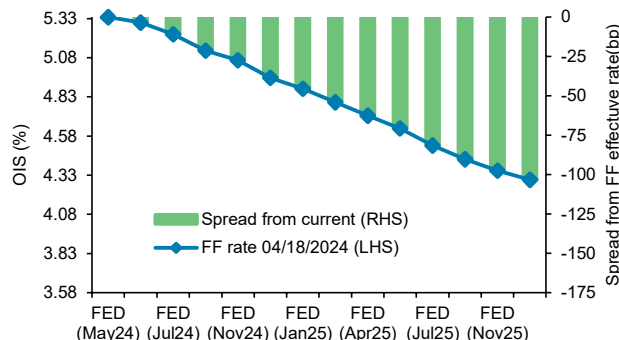
一つには、コロナ禍、そしてコロナ禍後のインフレ対策で、大規模な財政政策が繰り返され、政府から家計、政府から企業に所得移転が行われていることが、背景にある。拙著『グローバルインフレーションの深層（慶應義塾大学出版会）』で強調した通り、財政政策によって、短期的に自然利子率が上昇し、見た目ほどには金融引締め効果が現れていないから、景気が堅調なのである。長らくイノベーションの恩恵が高所得者にばかり集中し、低中所得者の所得が増えていないことが貯蓄と投資のバランスを崩し、自然利子率の低下要因になると考えられてきたが、コロナ後の超人手不足で、エッセンシャルワーカーを中心に、低中所得者の実質賃金が改善していることも、短期的に自然利子率を押し上げ、個人消費を中心に経済を下支えしているのだろう。それ故、積み上がった強制貯蓄が取り崩された後も、景気が堅調なのである。

図 1: 日米欧のコア CPI(前年比、%)



(出所) 総務省、Macrobondより、BNPパリバ証券作成

図 2: 市場が予想する FED の政策金利



(出所) Bloombergより、BNPパリバ証券作成

Please refer to important information at the end of the report.

### R スターは上昇したのか？

新興国がグローバル経済に組み込まれるようになって、自国で安全資産を提供できないため、先進国の国債が選好され、R スター（自然利子率）に下押し圧力が加わるというのは今も変わっていないだろう。ただ、R スターのもう一つの大きな低下要因であった、長寿化によって、人々が年をとっても働き続け貯蓄が積み上がるというのは、少なくとも米国では、コロナ禍をきっかけに大きく変わっている。コロナ禍で 50 代、60 代が多数亡くなった米国では、働いて金を貯めても、いつ死ぬかわからないから、引退して余生を楽しむべく、高齢者は労働市場に戻ってこないままである。また、筆者は、前述した通り、財政政策による R スターの一時的な上昇の影響が大きいと考えているが、サブプライム・バブル当時、借金が積み上がっていた家計のバランスシートは長い年月でスリム化し、コロナ時の巣籠りもあって、かつてないほど健全化している点も、R スターを押し上げていると考えている。名目中立金利は 2.5% 程度ではなく、3.0-3.5% まで上昇しているのではなかろうか。インフレ期待が上昇しているのなら、もう少し高い水準というべきかもしれない。

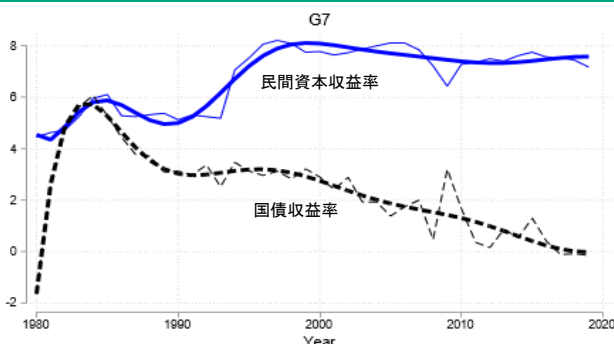
### 米国の生産性改善にはリッシュアル効果が効いているのか？

先進国の中で、米国のみ、コロナ禍のロックダウンで多くの非ホワイトカラーがレイオフされたが、経済再開後、人手不足の下で、彼らは元の職場には戻らず、高い賃金を支払う企業に転職した。生産性が低く賃金も低い企業から、生産性が高く賃金も高い企業へのシフトが生じたという訳だが、マクロ経済的に見れば、このリッシュアル効果を通じて、賃金上昇が生産性上昇によって吸収され、それがインフレ鎮静にもつながったと見られる。それらのことも R スターの上昇につながった可能性があるが、問題は、生産性上昇率の高まりや R スターの上昇が恒久的なものではなく、一回限りの現象である可能性が高いことだ。

### 米景気は過熱に至るのか？

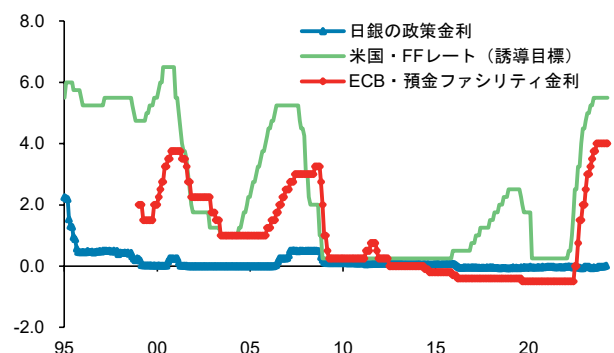
足元で米景気が強いのは、昨秋以降、長期金利が 1% 程度低下し、資産価格が大幅に上昇したことも大きく影響しているだろう。強い景気指標を受けて、長期金利が再び上昇傾向にあるため、早晚、総需要はある程度、抑制されることになるはずだ。大幅な利下げ観測が修正されるなど、資本市場は翻弄されているが、資本市場の大きな変動のお陰で、実体経済が比較的うまく調整されているともいえる。物価上昇率も 2% の最終目標にはまだ距離があるとはいえ、一頃の二桁近い水準とは異なり、既に安定の範囲内で、数度の景気循環の中で、2% に戻していけ

図 3: 国債および民間資本のリターンから計算した R-star の推計値



(出所) BIS 資料より、BNP パリバ証券作成

図 4: 日米欧の政策金利 (%)



(出所) 日本銀行、Macrobond より、BNP パリバ証券作成

ばよいのであって、景気が急減速する兆しがあれば、現状のインフレ率の下でも、FED は利下げに転じることが可能である。だから景気の急激な悪化は避けられる。

### 米国株高のユーフォリアは終わるのか？

高い政策金利の水準にも拘わらず、米国で株高が続いてきたのは、サプライサイドの改善によって、景気回復の下でインフレが鎮静化し、大幅な金融緩和が続くと期待されてきたからである。これまで、景気拡大が続く中で、インフレが鎮静化してきたのは、需要の回復以上に、前述したリッチャップ効果もあり、総供給の回復ペースが大きかったからである。ただ、コロナをきっかけに労働市場から退出した高齢者が戻ってこなかった影響を相殺したのは、現役世代の労働参加率の改善だったが、昨年後半から頭打ち傾向が見られる。一方で、コロナ禍では公衆衛生上の要請から自動化が進み、その後の人手不足もあって自動化がさらに進み、生産性上昇率は改善した。問題は、AI やロボティクスなどによる自動化で生産性上昇率が高まるとしても、歴史の常として新技術による生産性の改善は一回限りとなることだ。AI ユーフォリアで生産性の上昇が恒久的に続くことを期待して株価が上がったが、そのことが総需要を刺激すれば、いずれ需給逼迫が起こる。そうなれば、インフレ鎮静化が滞り、金融緩和は難しくなり、資産価格上昇のメカニズムが一旦ストップする可能性があるだろう。

### 「またトラ」のインプリケーションは？

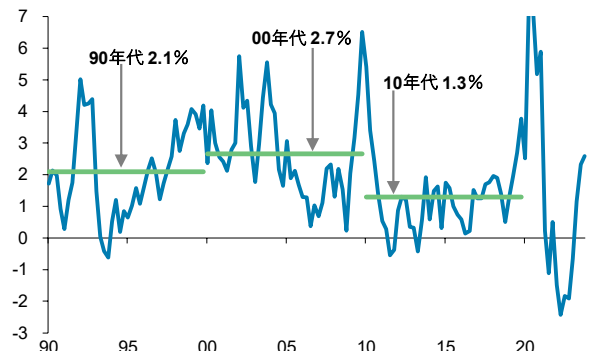
トランプ前大統領が再選されても、分裂政府となる可能性が高く、また 4 年の任期では、限られた内政しか行えないと見られる。4 年の任期の後の収監を恐れ、恩赦を獲得すべく、国際紛争の平定に注力する可能性があるだろう。外交は比較的、ホワイトハウスのフリーハンドが効くからだ。ウクライナの主権を損なう形で、ワシントンとモスクワ主導でウクライナ・ロシア紛争を解決に導くかもしれない。一つの和平策で足りなければ、ネタニヤフ・イスラエル首相を説得する形で、複雑化する中東情勢を解決に導くかもしれない。米国が欧州や中東の問題への関与を抑制することになるため、長期的には国際秩序は一段と混迷する可能性が高いが、一時的には紛争が終息し、資産市場はトランプ復活による平和の配当を織り込み、次なるユーフォリアが生まれる可能性もある。とは言え、一方で、中国からの輸入品に高関税を課し、移民規制を強化するなど、インフレ醸成につながる政策が選択される可能性が高い（足元で労働供給を支えているのは、移民の増加である）。トランプ氏は FED に利下げを迫ると見られるが、インフレ懸念が強まる中で利下げは、長期金利の大幅上昇につながりかねない。

図 5: 米国のプライム・エイジと高齢者の労働参加率の推移(%)



(出所) Macrobond より、BNP パリバ証券作成

図 6: 米国の労働生産性上昇率(前年比、%)



(出所) Macrobond より、BNP パリバ証券作成

### 欧州の利下げは加速するか？

米国と異なり、利上げによって、総需要が減速しているため、2024 年半ばから、ECB の利下げが開始される可能性が高まっている。ただ、米欧の金融政策の方向性に違いが出ることは、ドル高ユーロ安をもたらすため、そのことが欧州のインフレ再燃リスクにもつながり、ECB は利下げペースを抑制せざるを得ないと見られる。外生的なインフレショックが生じた場合、実質賃金の目減りを補う労働者優位の賃金決定が行われる欧州では、失業率がなお低いいため、今も二次的波及のリスクが完全に払拭されたわけではない。景気後退に入った現在も、歴史的に低い失業率が続いているのは、コロナをきっかけに、ホワイトカラーの間で、リモートワークが定着し、労働者の労働時間が短くなっているためである。以前ほど働かなくなっているから、景気が悪くなっても、人手が足りず、賃金上昇リスクが拭えないのである。このことも ECB の利下げペースを押さえる要因となるが、コロナがもたらした働き方の変化は、欧州のユニットレーバークostを押し上げ、新たなインフレ体質の原因になりかねない。

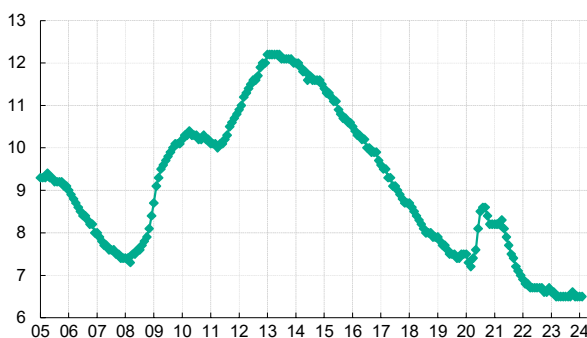
### 中国は成長が再加速するか？

コロナ終息後の世界的な財からサービスへの需要の再シフトが一巡し、製造業のグローバルサイクルが回復に転じたこともあり、停滞していた中国経済もようやく持ち直してきた。とはいえ、若年人口の減少が続き、住宅不動産不況の解消の見込みは立たず、また、米中新冷戦を背景に、グローバル企業が中国から生産拠点をシフトさせ、国内投資が弱含んでいるため、力強い経済の回復は期待できないだろう。現在の持ち直しもマクロ安定化政策によるものであって、政策効果が剥落すれば、再び足踏みする可能性がある。もはや中国経済が世界経済を牽引していく姿は予想されない。中国経済が総じて低調であることは、同国向けの輸出に頼る国々の景気回復を抑えることにはなるが、一方で、グローバル企業が生産拠点をシフトする先として選ばれた国々は少なからぬメリットを享受することになるだろう。日本にとり、悪いことばかりでもないだろう。

### 日本で高い賃金上昇率や高いインフレが長引いているのはなぜか？

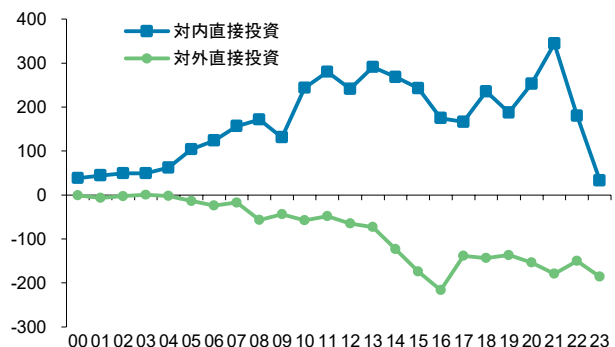
内閣府や日銀は需給ギャップがようやくゼロ近傍まで回復したという。マクロ経済が景気循環の平均的な稼働率に改善したというわけだが、そのことは日本国中で人手不足が深刻化していることと大きな齟齬がある。筆者の分析では、2023 年の早い段階で、需給ギャップは前回の景気サイクルのピークである 2018 年末のレ

図 7: ユーロ圏の失業率(季節調整値、%)



(出所) Macrobond より、BNP パリバ証券作成

図 8: 中国の対内外直接投資(ネット、暦年、10 億ドル)



(出所) Macrobond より、BNP パリバ証券作成



ベルまでタイト化している。日本の潜在成長率はゼロ近傍まで低下し、同時に、完全雇用には達しているが、内閣府と日本銀行は潜在成長率を過大評価し、需給ギャップのタイト化を過小評価しているのではないかと。本来、円安インフレは一時的に終わるはずだが、ほぼ完全雇用にあるから、それがホームメイドインフレ化し長期化しているだけでなく、2年連続の高い賃上げや、サービス価格の上昇につながり始めているのである。

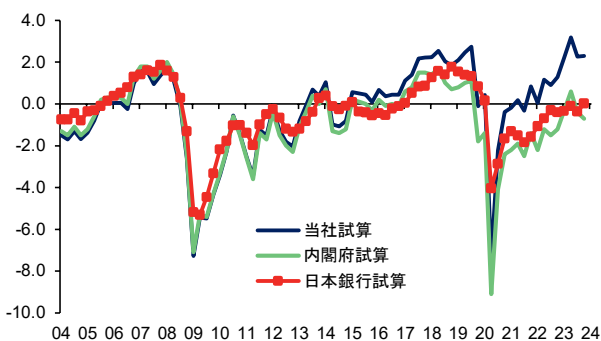
### 内閣府や日銀は何を見落としているのか？

高齢者や女性の労働参加の上昇が限界に近づいていることは、広く認識されているだろう。2010年代に団塊世代が65歳となり、生産年齢人口の減少が加速したが、高齢者や女性の労働参加によって、ほぼ相殺されたため、賃金上昇圧力が抑え込まれていた。しかし、2010年代末には、高齢者の労働参加は頭打ちとなり、女性については、今も労働参加が増えているが、短時間労働が多くを占めるようになり、労働供給を維持することが難しくなっている。この影響がコロナ終息後の2023年に一気に広がった。ただ、働き方改革による残業規制の影響については、政策当局者の間でも十分に認識されているとは言い難い。大企業は早い段階から残業の自主規制が始まり、2019年4月には法的規制が課せられたが、雇用の大半を占める中小企業に残業規制が適用されたのは、コロナ下の2020年4月である。当時は、需要の弱さから、規制の影響がほとんど現れなかったが、コロナが終息し、経済が再開された2023年春以降、深刻な労働力不足として、影響が一気に現れた。従来、景気拡大局面では正社員の残業によって業容拡大に対応してきたが、それが困難となっているのである。適用が猶予されていた建設業や運輸業でも規制が2024年4月から始まり、さらに人手不足が深刻化すると見られる。

### 2023年4-6月以降、低い成長が続いているのはなぜか？

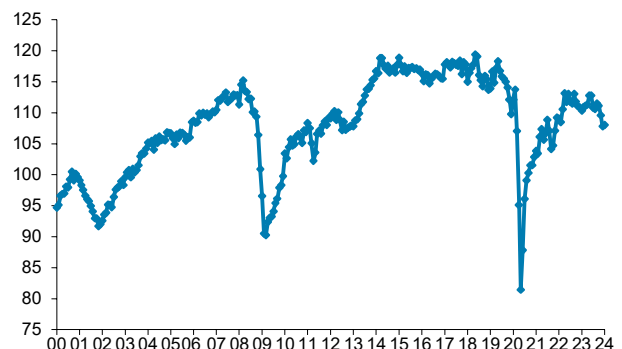
日本経済が成長できなくなっているのは、需要が不足しているからではなく、主に供給制約によるものである。ゼロ近傍の成長であっても、潜在成長率はゼロ近傍であるため、完全雇用には変わりなく、人手不足傾向が続いている。個人消費が低迷しているのは、円安インフレで実質購買力が抑制されているからだ。超円安でインバウンド消費が刺激され、供給制約に直面する宿泊業や飲食業は、価格引き上げで対応するため、家計が支出を躊躇することもある。ある意味では、円安で増大したインバウンド消費によって個人消費がクラウドアウトされているともいえる。多くの企業は人手不足に直面し、高い設備投資計画を立てているが、供給制約故に、スムーズな設備投資の執行も難しくなっている。

図9: 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

図10: 一般労働者の所定外労働時間(季節調整値、2020年=100)



(出所) 厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成

### 2024年1-3月のマイナス成長の後、4-6月からは回復傾向が続くか？

潜在成長率がゼロ近傍まで低下しているため、能登半島地震やダイハツ問題のようなショックが起こると、比較的簡単に日本経済がマイナス成長に陥り易くなっているのは事実であろう。ただ、前述した通り、コロナ終息後の世界的な財からサービスへの需要の再シフトが一巡し、製造業のグローバルサイクルは回復局面にあり、中国経済の持ち直しとも相まって、日本の輸出は、4-6月以降回復傾向を辿ると見られる。グローバルサイクルが足踏みしていたから設備投資の執行を先送りしていた企業もあるため、供給制約は残るものの、設備投資も4-6月以降は回復傾向が見えてくると思われる。足踏みが続いていた個人消費についても、4-6月は所得減税の効果が現れ、7-9月以降は2024年春闘の賃上げ効果も表れてくるため、冴えないながらも持ち直し傾向が見えてくると思われる。2024年度の成長率は当初想定していたよりも高めとなる可能性もあるだろう。

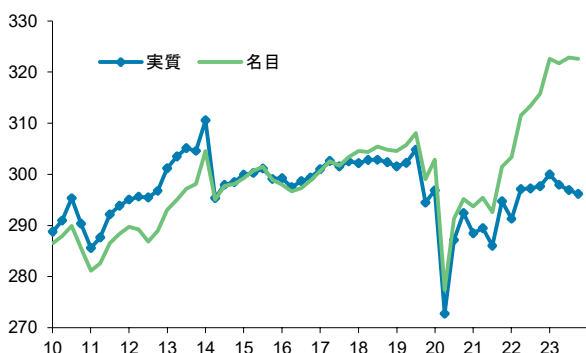
### 2025年初頭まで3%程度のCPIコア前年比が続くのか？

3月のCPIコアは2.6%、新型コアは2.9%である。輸入物価上昇の影響が剥落し、2024年夏以降、2%を割り込むという見方も市場では少なくなかったが、2025年1-3月頃までは3%程度で推移する可能性がある。高めのインフレ率が続くと思えるのは、これまでも論じている通り、潜在成長率がゼロ近傍まで低下する中で、日本経済がほぼ完全雇用に至っているためである。日本銀行が低い政策金利を続け、実質金利が低下すると、それが円安インフレを生み、ホームメイドインフレ化しやすい。また、完全雇用にも拘わらず、政府が拡張的な財政政策を続けていることもインフレ圧力を生む。とりわけ2024年度は、3.5兆円の定額減税が行われるだけでなく、恒久的な措置としても、少子化対策や防衛費、GXで、最大10兆円近い規模の歳出が歳入に先行する。完全雇用にあるため、総需要刺激は、GDPの拡大ではなく、物価上昇につながり易い。短期的には、5月は再エネ賦課金で0.25%、6月、7月は電気・ガス代の補助金の減額・打ち切りでそれぞれ0.25%CPIコアを押し上げ、累計では0.75ポイントとなる。なお、筆者は予測期間内において、大きく2%を割り込む状況を想定していない。また、2%程度まで低下するものも、2025年半ば以降と見ている。

### 日本のインフレ期待は1-1.5%なのか？

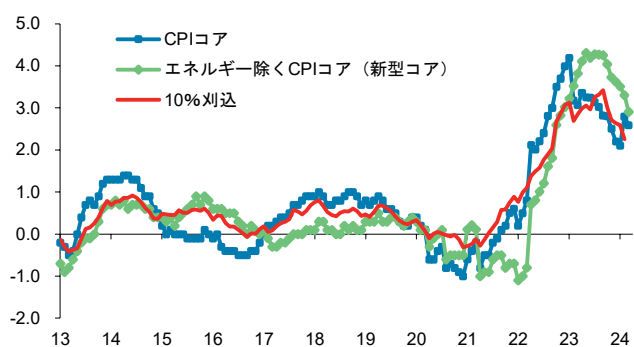
日本銀行は日本のインフレ期待が1-1.5%としているが、日銀短観では、企業のインフレ期待は2%強で落ち着いている。輸入物価上昇の影響が剥落しているが、

図 11: 名目消費と実質消費(季節調整値、兆円)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

図 12: 日本のCPI(前年比、%)



(出所) 総務省資料より、BNPパリバ証券作成

賃上げの影響を見越してか、1年後の販売価格の見通しも下げ止まっている。また、中小企業では、販売価格判断 DI の先行きだけでなく、仕入価格判断 DI の先行きもやや大きめの上昇となっており、仕入価格が今後も上がることを前提とした価格設定行動が見られ始めている。そもそも、人々のインフレ期待が 1-1.5% に留まっているのなら、2025 年春闘賃上げ率が 5.2% に達することはなかっただろう。1-1.5% に留まっているのは、金融市場や民間エコノミストのインフレ期待を反映したものであるが、物価が大きく変動する際には、専門家ほど見通しを外しやすいというのが、欧米の研究でも明らかになっている。日本人のゼロインフレ予想は簡単には変わらないというゼロインフレノルム論に最も侵されているのが、私たちエコノミストなどの専門家である。足元で BEI は 1.5% 程度まで上昇しており、今後、日銀の掲げるインフレ期待が上昇する可能性があるだろう。

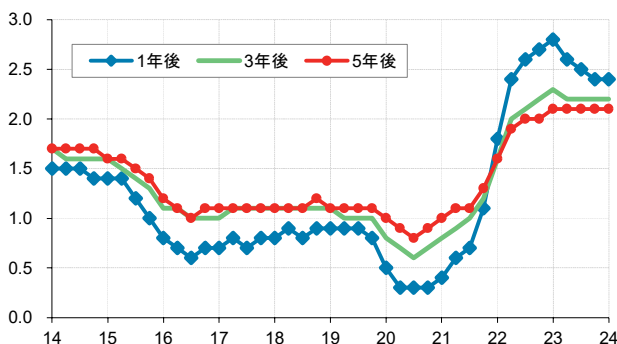
### 2025 年春闘でも高めの賃上げは続くか？

大企業の賃上げ決定においては、物価高に賃上げが追いつかず、実質賃金が目減りすると、従業員が無理な副業を行ったり、働く意欲が低下し、生産性が低下することを企業経営者が恐れ、高めの賃上げを行おうとする傾向がある。グローバル経済の回復継続から、企業業績は改善傾向が続くと見られる中、2025 年 1-3 月頃まで 3% 程度の CPI コアが続くと見られることから、来春闘でも大企業は高めの賃上げを維持すると見られる。前述した通り、日本経済はほぼ完全雇用にあり、人手不足の深刻化が続くと見られることから、人手不足倒産を避けるため、中小企業についても、2025 年も高めの賃上げとなる可能性が高い。グローバル経済の急変がなければ、2025 年の春闘賃上げ率は 4% 台になると予想される。

### 実質賃金はいつプラスになるのか

高い賃上げが続いているにもかかわらず、物価高に追いつかず、実質賃金は今も減少が続いている。2024 年 3 月春闘では 5.2% もの賃上げとなったが、1.6-1.7% 程度の定期昇給を除くと、3% 台後半のベースアップになったと見られる。中小企業の賃上げ率はもう少し低いため、全体では 3% 台前半のベースアップになると想定している。一方で、当面はエネルギー政策の変更もあって、CPI コア上昇率が高めに推移することもあり、CPI コアでデフレートした実質賃金上昇率がプラスに転じるのは、2024 年 10-12 月頃にずれ込む可能性がある。厚生労働省が公表する実質賃金は、現金給与総額を「帰属家賃を除く CPI コア」で実質化したものだが、帰属家賃を除く CPI コアは CPI コアよりも高めで推移すると見られることから、公表ベースの実質賃金がプラスになるのは 2025 年 4-6 月、或いは、7-9 月

図 13: 物価全般の見通し(全規模・全産業、%)



(出所) 日本銀行資料より、BNP パリバ証券作成

図 14: BEI の推移 (%)



(出所) Bloomberg より、BNP パリバ証券作成

までずれ込む可能性がある。政府が公表する実質賃金が下落を続ける中では、中々、デフレ脱却とは言い難いだろう。帰属家賃を除く CPI コアが高めなのは、住宅の経年劣化が適切に評価されておらず、それを基に計算される帰属家賃の上昇率が過小評価されているためである。

### 日本の政策金利の中立水準はどこにあるのか？

筆者の分析では、日本の自然利子率はマイナス 0.5%程度であり、2%のインフレ期待が定着すれば、名目の中立金利水準は1.5%程度になると考えている。ただ、30年近く、事実上のゼロ金利政策が続いた日本では、短時間で政策金利を1.5%に引き上げると、金融システムに大きなストレスがかかる恐れがある。また、日本銀行自身、2025年度以降も2%のインフレ期待が維持されるかどうか、直ちに確信を持つことはできないため、政策金利の引き上げはゆっくりとしたものになるだろう。今のところ筆者は、9月頃に政策金利を0.25%に引き上げ（引き上げ幅は0.15%）、半年後の2025年3月頃に0.50%、2025年9月頃に0.75%まで引き上げ、半年に一度の利上げを想定している。ただし、リスクとしては、利上げペースが3カ月に一度に速まる可能性もあるだろう。

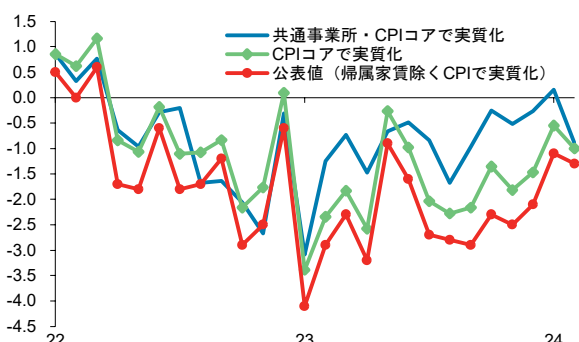
### 次回利上げはどのようなロジックで行われるか？

メインシナリオの場合、年度半ばの9月頃になれば、3%程度のインフレが続く中、企業の好業績も維持され、労働需給の逼迫が続き、2025年3月春闘での高めの賃上げ継続が視野に入ってくる。日銀は、一段のインフレ期待の上昇を確認した上で、政策金利を0.25%に引き上げるのではないかと見られる。ただ、米国の利下げ観測が後退し、今後も円安が進展するリスクもある。円安インフレが賃上げ効果を相殺し、家計の実質購買力を抑制して、個人消費の足踏みが続く恐れが高まれば、日銀は6-7月にも利上げを前倒しする可能性があるだろう。円安が急速に進むことだけでなく、4月以降のCPIで人件費の増大がサービス価格などに転嫁されていることが判明してくれば、政策修正前倒しの材料となるだろう。円安傾向が続いており、前倒しのリスクは高まりつつある。

### 利上げが6-7月に前倒しされる場合、その後の利上げペースはどうか？

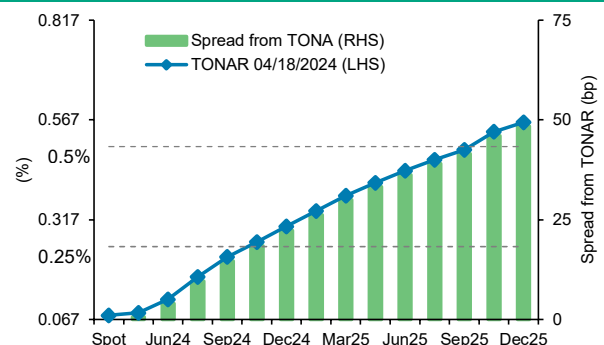
インフレ期待が上昇しているにもかかわらず、低い政策金利を続けられれば、実質金利の低下がさらなる円安圧力を生み、インフレを高めるリスクがある。とは言え、日銀も直ぐには2%インフレが定着するという確信を持つには至らないだろう。このため、もしグローバル経済環境が安定していれば、日本銀行は、3カ月に一

図 15: 定義の異なる実質賃金の推移(前年比、%)



(出所) 厚生労働省、総務省資料より、BNPパリバ証券作成

図 16: 市場が予想する日本銀行の政策金利



(出所) Bloomberg より、BNPパリバ証券作成



度のペースで利上げし、中立金利の下限まで政策金利を誘導する可能性がある。日本銀行は、自然利子率をマイナス 1.0%~0.5%と見ているようであり、2%のインフレ期待が定着してくれば、名目中立金利は 1%~2.5%となる。このため、政策金利を 3 カ月に一度引き上げて 1%に達した後は、しばらく様子見を行うということが考えられる（6-7月に 0.25%、9-10月に 0.5%、12-1月に 0.75%、3-4月に 1.0%）。もっとも、過去四半世紀において、政策金利の上限は 0.5%であった。このため、3 カ月に一度の利上げで 0.5%に達した後は、しばらく様子見を行うということも考えられる。念のため、現段階では、いずれもリスクシナリオである。

## 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 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.

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 (2024). 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.