



## MARKET ECONOMICS

# Weekly Economic Report

2025 年 4 月 25 日号 (No.1093)

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

### ミラン講演の二つの欠陥

### 問うべきは他国の負担ではなく、制度的利得の国内での分配

河野 龍太郎

4月7日、米大統領経済諮問委員会（CEA）委員長のスティーブン・ミランは、ハドソン研究所において講演を行い、米国が世界に供給する「グローバル公共財」、すなわち安全保障、国際金融システム、自由貿易体制の三つの制度について、その費用をアメリカが一手に負担してきたと訴えた。ミランは、他国が米国の血と税金に「ただ乗り」していると主張し、負担の分担（Burden sharing）を求め、今回、米国が各国からの輸入品に課す関税はその一部だという。従来からの持論を、CEA 委員長として繰り返したのである。

ハドソン講演のポイントは、以下の通りである。

- 米国は、安全保障、ドル基軸の国際金融制度、自由貿易体制という三つの「グローバル公共財」を長年供給してきた。これらの制度の恩恵を他国が享受する一方で、その供給には、米国の兵士がリスクを負い、米国の納税者も負担するという、多大なコストを要している。
- 米ドルが国際取引や準備資産として利用されることで、世界的にドル需要が構造的に高止まりし、為替は慢性的なドル高傾向となって、米国は恒常的な貿易収支赤字と産業空洞化に苦しんできた。他国は、通貨操作・不公正貿易・少ない防衛支出で恩恵を享受しながら、コストを分担していない。
- 他国は、①米国の関税を受け入れる、②米国製品を購入する、③防衛支出を拡大し、米国から装備品を購入する、④米国への直接投資を行う、⑤必要に応じて米国による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を行う、といった対応をとるべき（講演で具体策は示されなかったが、ミランの持論には、各国が保有する米国債を無利子の 100 年債などに交換するという構想が含まれている）。
- 関税は歳入源であると同時に、他国がそのコストを負担する構造を持ち、米国の産業政策として機能し得る。

### ミラン講演の二つの欠陥

このように、米国の税收、雇用、成長のために、他国の「ただ乗り」を終わらせる必要があるとミランは訴えた。この演説は、戦後、覇権国としての「グローバル公共財」を供給してきた米国の役割の見直しという点で、大きな問題提起を含んでいる。



しかし、ミランの議論には、二つの重大な欠陥がある。第一に、彼はこれらの制度をグローバル公共財として、米国が一方的に他国に提供しているという側面ばかりを強調しているが、米国自身が、それらの制度から構造的にどれほどの利益を得ているかは、ほとんど触れていない。第二に、制度の正統性や持続可能性の鍵となる、米国内での再分配メカニズムの設計に対しては、全くの無関心である。だが実は、まさにこの国内における再分配の不在こそが、米国がグローバル公共財の供給を持続的に担うことを困難にしている最大の政治的、経済的な要因なのである。以下、詳しく述べよう。

## ドルシステムからの多大な利益

特に国際金融システム、すなわちドル基軸通貨体制における米国の利得は圧倒的である。この非対称性について、かつてドゴール仏政権の財務大臣だったジスカル・デスタン（後の大統領）は、よくぞ「とてつもない特権（Exorbitant Privilege）」と言ったものである。

第一に、世界の中央銀行や民間金融機関がドル資産、とりわけ米国債を保有し続けることによって、米国は恒常的な財政赤字を、海外からの安定的かつ低利での資金の流入によって、賄い続けることが可能となっている。

第二に、ドル通貨が世界中で使われていることで、米国は財やサービスの輸入の対価として、十分に輸出をしなくても、その紙幣を発行するだけで賄うことができる仕組みとなっている。すなわち、米国が多大な経常収支赤字を維持できるのは、各国が米国への財・サービスの輸出の対価として、米国の負債である米ドル通貨や米国国債を喜んで保有しようとする構造があるためである。

第三に、グローバル金融経済がドル建ての借り入れに依存することを通じ、米国の金融機関は世界各地でその利鞘を得ており、仮に新興国で危機が発生しても、米国は、財務省と FRB を通じて、ドル国際金融システムの枠組みの中で、強い影響力を行使し、米国に有利な形で、危機後の再建プロセスを主導できる。

第四に、近年、SWIFT からの排除などを含む財務省・外国資産管理局規制（OFAC 規制）などを通じて、ドル体制は地政学的な強制力を持つ制度へと変容している。

## 制度疲労を海外に押し付け

これらの制度的利益を享受してきたのは、単にアメリカ政府だけではない。ウォール街の金融機関や GAFAM を含むグローバル企業の株主と経営者、さらには、それらの企業で働く高度な専門職など上位所得層が、制度から多大な利益を享受している。

特に IT プラットフォーム企業にとり、ドルが世界の共通通貨として使われ、インターネットの主要ルールや技術基盤が米国の管理下にあることは大きな強みとなっている。まず、世界中から得られる広告収入や課金、企業価値の評価など、すべてがドル建てで安定的に処理されることで、米企業はスムーズなグローバル展開が可能である。さらに、データ管理や通信インフラの制度的な主導権を米国が握ることにより、プラットフォーム企業にとり、自国の制度がそのまま世界標準になるという圧倒的優位性が生まれている。



このように IT プラットフォームについても、ドル国際金融体制における特権と類似した制度的優位性を米企業に与えている。ミランは本来なら、この点についても触れるべきではなかったか。

他方で、グローバリゼーションや IT デジタル革命の進展と共に、ミランも講演での確に指摘したように、米国内の製造業は空洞化して、中間層の生活は不安定化し、地域経済は衰退を続けており、政治も不安定性を帯びている。まさに、こうした経済格差こそが、制度疲労 (institutional fatigue) として、その正統性や安定性を揺るがしているのである。

本来、グローバル公共財を供給する覇権的制度が持続可能であるためには、その利得が国内において適切に再分配され、社会的厚生と政治的信認の源泉にならないといけない。しかし、ミランの主張は、外国への批判を通じて、国内の制度設計の綻びから目を背けていると言える。

### 「覇権」の本質

覇権とは単なる「負担」の問題ではなく、制度を構築・運営することによって得られる「再分配可能な余剰」をいかに管理するか、と言う問題でもある。具体的には、国内において、この制度から莫大な利益を得てきた IT 企業や金融部門の高所得者層に対して適切に課税し、その財源を基に、グローバリゼーションや IT デジタル革命の中で職を失った製造業労働者や、疲弊する地域経済に対する所得移転、再教育投資などを実現することで、制度の社会的正統性を回復させる必要があるだろう。

もっとも、安全保障に関して言えば、ミランの主張に一定の妥当性もあるのだろう。冷戦終結後も、米国は欧州、東アジア、中東などにおいて、軍事的プレゼンスを展開し、台湾海峡や朝鮮半島、ペルシャ湾などでの緊張の抑止において中心的な役割を果たしてきた。NATO 諸国や同盟国の相対的に少ない防衛支出や、米国が供給する安全保障の「外部性」に依存する構図は、現実存在している。それは日本にも当てはまる議論であろう。安全保障については、米国が制度の担い手として、実質的に大きなコストを引き受けているという構図が、一定程度は成り立っていると考えられる。

しかし、ミランが安全保障と、国際金融や自由貿易体制という性質の異なる制度を「グローバル公共財」として一括りにし、それら全てのコストを他国に転嫁すべきと主張するのは、構造的に無理があるだろう。とりわけ安全保障における外部性と、国際金融システムにおける制度的利得とは、根本的に異なる制度原理に立脚しており、本来は分けて考えるべきものであろう。

### 問われる「制度の内在的整合性」

制度が社会の中で正統性を保ち、長期的に信任を得て維持されるためには、「制度の内在的整合性 (institutional coherence)」や「制度的補完性 (institutional complementarity)」—すなわち制度が他の制度や価値体系と整合し、長期的に信任を得て維持され得るかどうかが決定的に重要である。国際政治学者の G・ジョン・アイケンベリーは、覇権国が制度的国際秩序を維持するためには、「権力が制度として組織化され、広く公正かつ予測可能」と見なされる必要があると論じた。制度の正統性は、単に国際的な他者からの承認だけでなく、制度を支える国内社会の納得と合意にも依拠している。



覇権の制度疲労とは、こうした正統性の再生産に失敗した状態であると捉えることができる。ミランの議論には、この視点が全く欠けている。むしろ、グローバル制度に伴う負担感を他国の責任として語り、国内的な制度疲労から生じた不満を「外部」に転嫁することで、制度を不安定化させ、また制度の再設計を先送りすることになるだけではないのか。

もちろん、ミランがそう言わざるを得ないのは、まさにトランプ政権の支持基盤が経済ナショナリストだけでなく、本来負担を担うべき金融資本や巨大テック企業などのグローバリストが存在するためであろう。やはり問題の所在は、国内政治なのである。

### グローバル公共財の正当性をいかに高めるか

グローバル公共財の制度の正統性は、制度そのものの構築原理だけでなく、それを支える国内の分配制度や、再分配を可能にする財政・税制・教育制度などとも不可分である。ドル国際金融体制の持続可能性もまた、その利得が米国社会でどのように分配され、人々の暮らしや政治の安定にどうつながっているかにかかっている。

具体的には、税制や社会保障制度による所得再分配、公共教育や職業訓練制度などを通じた人的資本の再構築、さらには地方政府への所得移転やインフラ投資といった地域間の資源配分など、多層的な制度的下支えが、「内在的整合性」や「制度的補完性」を可能にする。

さらに言えば、ミランが提案するような過度に国益偏重の費用負担要求は、他国からの信認を損ない、ドル国際金融システムそのものを不安定化させるリスクを孕む。国際金融における基軸通貨制度は、単なる経済的な強さや軍事力だけで維持されるものではなく、制度の参加者、すなわち他国の政府、中央銀行、グローバル投資家が、その制度を中立的で持続可能な秩序として信認し続けることによって成り立っている。

### ドルシステムの動揺

この信認が損なわれれば、各国はドル離れを模索し、決済通貨の多極化や国際金融システムの分断が進む恐れがある。ドルが基軸通貨としての地位を疑われれば、為替市場のボラティリティが高まるのみならず、決済基盤が多極化し、主要中央銀行間で結ばれている通貨スワップ協定などグローバル危機対応のメカニズムの有効性を著しく低下させかねない。それは、各国の金融安定だけでなく、グローバル金融市場の流動性を脅かし、間違いなく既存のドル国際金融システムに動揺を走らせることを意味するだろう。

覇権とは制度的秩序の対外的供給だけでは成り立たない。その正統性と持続可能性は、制度から生じる利益をいかに国内社会の中で回収し、広く還元できるかにかかっている。米国がその利得を国内で再分配しない限り、どれほど強力な制度を外向けに保とうと努力しても、いずれ内側から掘り崩されていくだろう。

今問うべきなのは、他国がいくら負担すべきかではなく、米国がその制度的利得を国内でどのように分配するかなのである。



<参考文献>

---

- 河野龍太郎『成長の臨界 「飽和資本主義」はどこへ向かうのか』慶應義塾大学出版会 2022 年
- ダグラス・C・ノース、竹下公視訳『制度・制度変化・経済成果』晃洋書房 1994 年
- チャールズ・P・キンドルバーガー、石崎昭彦訳、木村一朗訳『大不況下の世界 1929-1939（改訂増補版）』岩波書店 2009 年
- バーリー・アイケングリーン 小浜裕久訳 『とてつもない特権 君臨する基軸通貨ドルの不安』勁草書房 2012 年
- G・ジョン アイケンベリー 鈴木康雄訳『アフター・ヴィクトリー 戦後構築の論理と行動』NTT 出版 2004 年
- Erik S. Reinert, “How rich countries got Rich... and Why Poor Countries Stay Poor” New York : Carroll & Graf, 2007
- Ha-Joon Chang, “Institutions and economic development: theory, policy and history” Journal of Institutional Economics, 2011
- Steve Miran. "CEA Chairman Steve Miran Hudson Institute Event Remarks." The White House, April 7, 2025.





## 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 (2025). All rights reserved.

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

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

BNPP 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.





**BNP PARIBAS**

**The bank  
for a changing  
world**

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.