BNP PARIBAS

The bank for a changing world

MARKET ECONOMICS
Weekly Economic Report

2025 年 5 月 16 日号 （No.1096）

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

燻るドルの基軸通貨性問題
その 2　中国主導のバンコールの実現可能性

河野 龍太郎

トランプ大統領にとっての最優先事項は、トランピズムのレガシーを残すべく、次回大統領選挙の前哨戦となる 2026 年中間選挙を乗り切ることだ。「中間選挙」である以上、一定程度の苦戦は避けられないが、少しでも議席数を維持するには、そのタイミングでの不況は何としても回避しなければならない。それは、2027 年からの 4 期目続投を見据える習近平国家主席にとっても同様で、2026 年の景気後退は論外だろう。それゆえ、トランプ関税が始まった当初から筆者は、短中期のグローバル経済について、比較的、楽観的な見方を続けてきた。

しかし、長期については、あまり楽観的になれない。それは、ドルの基軸通貨性への疑念が拭えないからだ。もちろん、グローバル金融市場においてリスクオン・ムードがしばらく続けば、何もなかったかのように、これから先もドル体制が永続すると考える人が多数派になってくるだろう。トランプ政権自身も、安全保障や「開かれた財市場」を提供することのコストを他国に求めつつも、ドル国際金融システムのコスト負担問題については、しばらく封印するかもしれない。

OFAC 規制

しかし、そもそも国際金融システムと貿易体制は分かち難く結びついている。とりわけここ数カ月のトランプショックを経験し、脅威を受けた国々からすれば、万が一、ドルシステムから排除されるケースを含め、そこから離脱するための準備が検討される始めているはずである。

いや、それは今回のトランプショックがきっかけなのではなく、既に 2022 年 2 月のウクライナ戦争開始の直後から始まっているはずだ。当時、米国を中心に西側同盟国は、ロシアの在外資産を凍結すると同時に、ロシアの金融機関を SWIFT（国際銀行間通信協会）から追放した。SWIFT そのものはブリュッセルに本拠を置く民間団体だが、米国財務省の OFAC（外国資産管理局）規制の一環で、日本を含む先進国がこれに賛同したのである。

それゆえ、ロシアへの制裁を目の当たりにし、中国は 2015 年にスタートしていた CIPS（人民元国際決済システム）の下、万が一に備えて、ドルから独立した送金経路を強化しようとしている。

SWIFT 追放でも完全雇用にあるロシア

トランプ関税で、ドル国際決済システムの代替策の必要性を改めて認識したグローバルサウスの国々は多いと思われるが、ロシアの SWIFT 追放で重要な点は、当初は、戦時下で困窮を極めると考えられていたロシアが、中国やインドなどとの貿易もあり、軍事ケインジアン体制の下で、これまでは何とか完全雇用を維持しているということである。

公共投資の拡大など、有効需要の創出によって不況から脱出し、完全雇用を達成するというケインズ理論を、国防費用支出の拡大で実践し、一方で、ドル国際金融システムから放逐されても、輸入財のボトルネック問題を回避しているのである。

注目すべきは、ロシアは、既に中国やインド、トルコなどとの間で、ドルやユーロなどの国際通貨システムをスキップして経済取引を活発に行い、実績を積み上げていることである。つまり非ドル国際金融システムは十分ではないにしても、既に動き始めている。SWIFT からの追放は、「国際金融の核爆弾」だったはずではなかったか。皮肉なことに米国は意図せずして、非ドル国際決済システムの拡大を助長しており、「抜かずの宝刀」として、牽制に留めておくのが最も有効だったのではなかろうか。

人民元国際金融システムは代替案にはならないが・・・

トランプ政権が「傲慢な態度」を取り続ければ、国際金融システムにおいて、中国はもう一歩進むことができる。もちろん、現段階において、中国がドル国際金融システムに取って代わるようなシステムを供給することはできない。それには「使い勝手の良さ」が求められるが、それでは、資金が国内外を自由に移動するようになる。権威主義国家の中国にとり、キャピタルフライトが起これば、国内経済や物価を不安定化させるリスクがある。

中国は、自力ではドル国際金融システムに代わるシステムを提供することは未だにできないのだが、実はそれを逆手に取ることが、大きなブレークスルーとなる。これが、拙著『成長の臨界』で詳しく論じたケインズの「バンコール」である。

ケインズのバンコール構想

現在のドル国際金融システムは、第二次世界大戦が終結する前年の 1944 年に、米国ニューハンプシャー州のブレトンウッズという保養地で作られた。IMF、世界銀行の創設が決められたが、その基本的な仕組みは、米国代表のハリー・デクスター・ホワイト財務次官補と、イギリス代表のジョン・メイナード・ケインズ卿が中心となって設計した。

ケインズは疲弊する英国が基軸通貨の座を維持することは、もはや不可能であることを理解していたが、その特権を米国にみすみす奪われるのは避けようと考えた。ケインズは基軸通貨を不要とするべく、バンコールを仮想国際決済通貨としてブレトンウッズ会議で提案したのである。

駆け足で説明すると、IMF のような国際清算同盟（International Clearing Union）がバンコールを発行し、各国の中央銀行に一定残高を付与する。各国通貨とバンコールの交換レート（為替レート）を一定の範囲で推移させ（固定制ではない）、必要な時には交換レートの水準を調整する。経常黒字国も経常赤字国と同様、バランスを極端に逸すれば、ペナルティを課される。まず、経常赤字が慢性化する

場合には、バンコールに対して通貨が切り下げられ、またバンコールの借入残高に応じて利子支払の義務が生じるが、通貨危機や資本逃避を防ぐために、流動性支援と共に、一時的な資本規制も許容される。次に、大幅な黒字国は、バンコールに対して通貨が切り上げられ、また国際清算同盟に対して出資増も義務づけられる。

現実には、米国のホワイト案が採用され、ドルだけを金に交換可能な唯一の通貨とし、他の通貨はドルに対して固定された。それが現在のドル基軸通貨体制の始まりのブレトンウッズ体制である。その後、1960 年代後半以降、米国の慢性的な経常収支の赤字化によって、金流出が続き、金ドル本位制の維持が困難になった。1971 年 8 月のニクソンショックで、ドルは金の軛から外れ、その後の 1971 年 12 月に始まったスミソニアン体制が 1973 年 3 月に崩壊し、変動相場制に移行したが、それが現在のドル国際金融体制である。

バンコールの今日的有効性

さて、このバンコール型の国際決済通貨制度が有効性を持つと考えられるのは、現在のドル体制の大きな歪みを避けることができるからである。国際金融論が教えるのは、成長を欲する新興国が、成熟した先進国から資本を輸入することによって、収益率の高い国内投資を可能にすることである。資本は、本来、先進国から新興国に流れるはずである。しかし、現実には、ドルを保有していなければグローバル経済取引に参加できないため、新興国は米国に財・サービスを輸出して、ドル通貨や米国債を入手しようとする。

つまり、新興国が最大の経済大国である米国に資本輸出するという極めて歪な状況が恒常化しているのである。そして、それが所得よりも多い消費や投資を米国が恒常的に続けることが可能な理由でもある。バンコールはそうした歪みを打破することができる。ケインズはそうした特権を米国に譲ることが嫌だったから、バンコールを考え出したわけだが、とは言え、当時の国際通貨は金との交換が保障された兌換であったから、基軸通貨と言えども、現在の単なる紙切れとは大きく異なっていた。

中国による新たなバンコール構想

時が来れば、中国は次のように説明を始めるはずだろう。自らが各国と協力して、新しい国際決済通貨制度を構築するが、米国のように「途方もない特権」を振りかざし、利益を独り占めするのではなく、自分たちは民主的な制度を提案すると。

具体的には、バンコールの裏付けとして、人民元だけでなく、インドのルピーやブラジルのレアルなど主要なグローバルサウスの通貨も採用する。そうすれば、米国から基軸通貨の座を奪い去るというメリットを得つつ、同時に、キャピタルフライトなど自国への過大な金融プレッシャーを避けることが可能となる。

自国以外の有力国の通貨も利用する仕組みであるため、極めて民主的であり、グローバルサウスの支持を広く得る可能性があるだろう。もし欧米間の通商関係や政治的な緊張が続いていれば、裏付け通貨の一つとして、ユーロにも参加を働きかけるかもしれない。日本や韓国、ASEANなど幅広いアジアの国々に参加を呼びかける可能性もあるが、安全保障上の観点から、日本や韓国は加盟が困難だろうか。

自由な国際資本移動の下で機能するか

ケインズのバンコールを意識して作られた IMF の SDR（Special Drawing Right）を発展させてもよいと考える人もいるだろう。ただ、5 年ごとに見直される 2022 年 8 月以降のウエイトは、未だにドルが 43.38%も占めるため、それではドルを切り離すことができない。OFAC 規制の存在によって、域外であっても、米国は自国法を基に、ドルを利用した経済取引に対して罰則を課すことが可能であり、ドルがまったく入っていない国際決済通貨制度が必要なのである。

しかし、これほどグローバルな資本取引が自由に行われる中で、ドルを排除し中国やグローバルサウスなどの通貨を裏付けとした仮想決済通貨制度が機能するのか。確かに、中国やグローバルサウスの国々の通貨を裏付けとする国際決済通貨制度がスムーズに機能するには、一定程度の資本規制が必要となるはずだ。ケインズの国際清算同盟案も資本規制を前提としていた。だとするとここでの議論は絵に描いた餅か。

そう考える人は、重大な事実を見逃している。それは、現在のグローバル資本市場の自由化によってメリットを受けているのが、主に先進国の金融機関と言う点である。一方、過去 40 年、国際資本市場の自由化によって、新興国が享受したメリットは乏しい。むしろ、多くの新興国は、自由な国際資本移動に翻弄され、マクロ経済が不安定化していたのが実態である。多くの新興国は資本規制を歓迎するはずであろう。バンコールは「新たな世界」の下で機能するようになる。

実は、先進国においても、無秩序な国際資本移動が規制されれば、マクロ経済の不必要な変動が避けられるだけでなく、もう少し公平な所得分配も可能になると思われるが、どうだろう。

ペトロダラー体制の行方

ペトロダラー（Petrodollar）体制などが変わらなければ、ドル国際金融システムも簡単には覆らないと疑問に持つ人も多いと思われる。ただ、この体制が確立したのは 1970 年代であり、たかだか 50 年の歴史しか持たない。

振り返ると、戦前はイギリスやオランダ、フランスが中東の資源開発の権益を握り、原油はポンド建てを中心に、フランス・フラン建て、オランダ・ギルダー建てなどで取引されていた。戦後は石油メジャーズが米企業を中心に再編されたが、当初は、旧宗主国との取引もあってポンド建ての取引も多く、ドル化が加速するのは 1960 年代からである。

そしてペトロダラー体制が確立したのは、リチャード・ニクソン政権末期からジェラルド・フォード政権にかけて 1973 年～1975 年である。それは、サウジアラビアとの秘密協定で、米国への石油輸出をドル建てとし、代金はドル国債に投資し、収益についてもドルへ再投するというものだった。背景には、1970 年頃には、米国が原油の純輸入国になったことがあり、だからこそ密約のパッケージの中には中東の安全保障に対する米国のコミットメントが盛り込まれたのである。つまり、エネルギー、国際金融、安全保障が三位一体となっていた。

しかし、2008 年以降のシェール革命によって、米国の産油量が急増し、2015 年には原油輸出禁止が解除され、2019 年に再び純輸出国になった。米国が中東の安全保障から撤退し始めたのは、国内経済の停滞や、対中戦略に備えたアジア太平洋

へのピボットという要因もあるが、当然にして、国内政治的には、中東の原油を米国自身が必要としなくなったことの影響も無視できないだろう。

エネルギーとドル国際金融システム、安全保障はこれまで見たように三位一体の関係にあったのだから、産油国側から見ても、今後、ペトロダラー体制が崩れてくるのは必然ではないのか。一方、中国は、長期的にはグリーン転換を進めるとしても、当面は、ロシアだけでなく、中東からの原油にも頼らざるを得ない。そこでは、ドル国際金融システムを迂回する決済を徐々に増やしていくのだろう。既に上海国際エネルギー取引所では、2018 年 3 月から人民元建ての原油先物取引が行われている。安全保障を含め、ペトロチャイナ体制の確立に向けた取り組みは既に始まっている。

覇権システムの費用負担はニクソン時代から

2024 年 11 月末に就任間際のドナルド・トランプ氏が BRICS に対し、「ドルに代わる新たな国際金融融体制を作ろうとするなら、100%の関税をかける」と牽制したのは、ここまで論じてきた諸問題が、早い段階から、少なくともブレーンの間で共有されていたからに他ならない。ただ、米国が強硬な態度に出れば出るほど、ドル国際金融システムからの退出圧力が増すことに気づいていないのだろうか。いや、それとも、もはや臨界点を超えて、ドル国際金融システムが下り坂にあることを強く認識しているから、その先の準備をしているようにも見える。

これまでのレポートでは、本来、米国が「グローバル公共財」としての覇権システムから獲得する利得が、相当大きいにもかかわらず、それが IT 部門や金融部門など大企業や高い教育を受けた高所得階層に集中している点を論じた。彼らに増税し、疲弊する製造業労働者や地域経済に再分配するのが真の解決策であり、他国に負担を押し付けても何の解決にはならない。何より国内的な信認を得られなければ、そもそも覇権システムは継続できない。

振り返れば、ニクソンショックもレーガン大統領の下でのプラザ合意も、全く同じ問題に対する処方箋である、プラザ合意は他国との協調性を重んじていたが、トランプ政策の構図は、一方的通告だったニクソンショックと全く同じである。

いずれも共和党政権で行われ、民主党ではなかったのは、民主党が、問題の本質が他国の費用負担の多寡にあるのではなく、国内における再分配の話であることを理解しているからだろうか。ただ、トランプ政権と同様、いや、それ以上に、クリントン政権以降の歴代民主党政権は金融部門や IT 部門から多大な献金、支持を受けてきたため、結局、彼らもこの問題に本格的に手を付けることができなかった。何とかテコ入れしようと足掻く共和党政権の方がまだましなのかもしれない。

所得分配が難しいもう一つの理由

それではなぜ、米国は所得再分配の問題を解決できないのか。米国も 1960 年代までは社会民主主義的アプローチが取られる包摂的な社会だったが、戦後の高い成長が終わった 1970 年代以降、新自由主義的アプローチが取られ、収奪的な社会に移行し始めたから、というのが拙著『日本経済の死角』で論じたことである。ただ、今回は、それを一旦脇に置いて、最近、筆者が考えているもう一つの仮説を紹介したい。

包摂的であった1950年代、1960年代に、米国では、公民権運動が進められ、南北戦争後も長く放置されてきたアフリカ系アメリカ人を中心とする人種差別撤廃が進められた。その後、法的には人種差別は違法とされた。しかし、地域によっては、元奴隷を含め、全てが共通のアメリカ人であるという広く共有された物語を米国は、未だに生み出すことができていない。黒人の歴史が米国の正史の一部として、制度的に共有されているとは言い難い状況が今も続いている。

筆者の理解では、ネイションとは、単なる国境線や政治的な単位ではなく、共通の出自や歴史、文化、記憶、或いは神話を共有する共同主観的な虚構である。今でも人々の間で共通の歴史や文化、記憶を持ちえないため、米国では、再分配のための課税ができないのではないか。共同体的意識が薄い都市部を支持基盤とする民主党は富裕層への増税を試みるが、農村部を支持基盤とする共和党が歳出削減を進めて減税を進めようとするのは、ネイションの枠外にいると見なす主体に所得が移転しているのを避けたいと考えるからだろう。

バラク・オバマ氏が大統領に当選した際、ネイションの再統合が期待された。しかし、実際には、それをきっかけに再統合は益々難しくなった。J・D・ヴァンス副大統領らのポスト・リベラリズム派の運動は出自や共同体、その歴史を重んじる立場であり、ネイションの再統合を拒否するということでもある。

ネイション、再分配、そして覇権システムの正当性は、制度の外にある別個の問題なのではなく、本来は不可分の三位一体の問題である。戦後、米国が覇権システムを確立できたのは、グローバル公共財を供給する国家としての国際的ステイタスを有していただけでなく、国内においても共通の「物語」を語るネイションとしての自己像を保持し、それを前提とした再分配と合意形成が可能だったからに他ならない。この「物語」が失われた現在、トランプ関税による弥縫策を行っても、国内的に十分な正統性を維持できず、ドル覇権システムは制度的な不安定性を今後も抱えていくだろう。

次回は、ドル基軸通貨性への疑念が具体的に何をもたらすかについて、論じる。

＜参考文献＞

- 会田弘継『それでもなぜ、トランプは支持されるのか　アメリカ地殻変動の思想史』東洋経済新報社　2024年
- 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
- 河野龍太郎『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
- 河野龍太郎『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』BNP Paribas Weekly Economic Report 2025年4月25日

- 佐伯啓思『あすへの考　「米主導」没落　文明並立へ』インタビュー　東京読売新聞 2025 年 4 月 27 日
- 田所昌幸『アメリカを超えたドル　金融グローバリゼーションと通貨外交』中央公論新社　2001 年
- パトリック・J・デニーン、角敦子訳『リベラリズムはなぜ失敗したのか』原書房　2019 年
- ヘレン・トンプソン、中野剛志解説、寺下滝郎訳『秩序崩壊　21 世紀という困難な時代』東洋経済新報社　2025 年
- ユヴァル・ノア・ハラリ、柴田裕之訳『NEXUS　情報の人類史（上・下）』河出書房新社　2025 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
- Rogers M. Smitch, “Stories of Peoplehood: The Politics and Morals of Political Membership (Contemporary Political Theory)”, 2003
- Steve Miran. “A User’s Guide to Restructuring the Global Trading System” Hudson Bay Capital, November 2024
- Steve Miran. "CEA Chairman Steve Miran Hudson Institute Event Remarks." The White House, April 7, 2025.

BNP PARIBAS

The bank for a changing world

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

信用格付の前提、意義及び限界について

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

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.