



MARKET ECONOMICS

Weekly Economic Report

2025 年 7 月 11 日号 (No.1103)

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

シンボリック・アナリストの暴走とトランプ 2.0 の帰結 新自由主義の後に来るもの

河野 龍太郎

1991 年に経済学者のロバート・ライシュは『ザ・ワーク・オブ・ネーションズ (ダイヤモンド社 刊)』を出版しました。このタイトルは、経済学の始祖であるアダム・スミスの『国富論 (An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations)』を意識したのは言うまでもありません。

IT 革命とグローバリゼーションの前夜において、ライシュは、知識社会の到来によって、高い教育を受けた知識エリート層が経済社会の意思決定に、多大な力を持つようになることを喝破していました。改めて読み返すと、その反動としてトランプ 2.0 の登場が必然であったことを予感させる内容でもあります。

出版当時、駆け出しのエコノミストであった私は、ライシュの論考に強い衝撃を受けると同時に、ライシュの言うところの「シンボリック・アナリスト」を目指して、エコノミストとしてのキャリアを築き始めた、という思い出深い一冊でもあります。

週刊東洋経済に『名著は知っている』という読書欄があり、現代社会を読み解くための古典などが紹介され、私は毎週楽しみに読んでいます。そのコラムで、今回、トランプ 2.0 の誕生とその行く末を考えるとといった視点で、ライシュの『ザ・ワーク・オブ・ネーションズ』を取り上げました。以下は、2025 年 6 月 21 号、6 月 28 日号、7 月 5 日号の週刊東洋経済への寄稿を修正・加筆したものです (上中下の 3 回の掲載です)。

『ザ・ワーク・オブ・ネーションズ 21 世紀資本主義のイメージ』ロバート・B・ライシュ著、中谷巖訳 ダイヤモンド社

上編：新たな支配階層の登場を予見

高い教育を受けた人々が支配する「ディープ・ステート (闇の政府)」の解体。これは陰謀論であると同時に、トランプ 2.0 のアジェンダの 1 つだ。

米国では、高等教育を受けたエリートが経済のみならず政治、社会の意思決定も独占し、格差が固定化されている。ディープ・ステート解体論はその構図に多くの人が反発を強めていることの表れだが、この流れはいつから始まったのか。



英国の社会学者マイケル・ヤングは、1958年に風刺小説『メリトクラシー（原題：The Rise of the Meritocracy）』を発表し、能力や学歴を高めるための努力に基づき地位が決まる社会、すなわち「メリトクラシー」が生み出す新たな階級社会の到来を警告した。メリトクラシーはヤングの造語で、「能力主義」と訳されることもあるが、民衆が支配する「民主主義」に対抗する概念であり、高い能力や高い学歴を持った人による支配体制のことだ。

ヤングが描いたディストピアでは、従来の英国の世襲貴族が衰退する一方、それに代わって高学歴や専門的能力を持つ新たなエリート層が台頭する。彼らは自らの地位を自身の努力で勝ち取った正当なものと認識するため、世襲貴族制より強固で、場合によってはたちが悪い。社会の下層にいる人々に対し、「自己責任」で貧困に陥ったと見なすからだ。

このヤングの問題意識は、米国の経済学者であるロバート・B・ライシュが「シンボリック・アナリスト」の概念を提唱したことで、さらに明確化された。ライシュは、グローバル化とITデジタル革命の前夜の1991年に『ザ・ワーク・オブ・ネーションズ』を発表し、新たな階層の登場を予見した。

シンボリック・アナリストとは、概念やデータ、言語、音声、映像などのシンボルを駆使して、問題を提起し、その解決や戦略を立案する専門家群を指す。経営コンサルタント、金融コンサルタント、税務コンサルタント、軍事コンサルタント、広告プランナーなどに加え、その後のITデジタル時代には、データ・サイエンティスト、ソフトウェア・エンジニアなど、さまざまな職種が誕生した。

グローバル化の進展で国民経済という概念が希薄化していく中、彼らは、自らの知識を基にさまざまな情報を分析し、新たな付加価値を生み出す力を持ち、高い報酬を獲得するとライシュは予言した。

高度な教育と専門知識を持つ者に富と権力が集中する一方、中間的な賃金の仕事は失われ、二極化が進む。伝統的な製造業に勤める「ルーティン生産労働者」の仕事は減少し、対人サービス従事者の仕事は増えていく。移民拡大の影響も加わり、多くの労働者の地位は経済的にも社会的にも低下していく。結局、シンボリック・アナリストに仕えるような職種が増えていき、格差社会が到来する。

このように、ライシュはシンボリック・アナリストの台頭が社会に新たな亀裂を生み出すリスクを警告していたのである。

心に残る名フレーズ

『ルーティン生産労働者の立場は低下しつつある。対人サービス従事者は、それほどはっきりではないが、やはり貧しくなりつつある。それに比べて、シンボリック・アナリスト——新しい問題を解決し、発見し、媒介する人々——の場合は、大勢として世界経済のなかで成功をおさめつつある。』



中編：エリートの自己正当化の論理に

ライシュは、若き日にローズ奨学金を得て、後に米大統領となるビル・クリントンと英オックスフォード大学に留学する。帰国後も米イェール大学で共に学ぶが、盟友クリントンが 1992 年の米大統領選挙に勝利すると、ライシュは労働長官に就任した。

クリントン政権が、労働者をグローバル時代に適応可能とすべく高等教育重視の政策に舵を切ったことに、選挙前年に出版された『ザ・ワーク・オブ・ネーションズ』の論考が影響したのは言うまでもない。政権は、高度な専門性を持ち高所得を得るシンボリック・アナリストを増やそうとしたのだ。

けれども、それはメリトクラシー（高い能力や高い学歴を持った人による支配体制）の暴走の始まりでもあった。確かに高い所得を得るには人的資本を高める必要があり、高等教育の整備が重要だ。

至極まっとうな政策のはずだったが、それは高等教育を受けていない人を丸裸にする風潮を生む。「あなたが経済的に成功していないのは、チャンスがあったにもかかわらず、十分な努力をしなかったからだ」。エリートの自己正当化の論理になるとともに、エリート支配への反発の遠因にもなった。

振り返れば、クリントン政権は従来の「古い民主党」と決別し、市場経済を重視して金融部門と勃興期の IT 部門を取り込み、共和党以上に新自由主義的政策を推進した。

ライシュは本書で、恵まれた家庭の子が高い教育を受けシンボリック・アナリストが次の世代に再生産される危険性にまで踏み込んでいた。しかし、実際の政策は、積極的にリスクを取る人への支援は惜しなかったが、変化によって損失を被る人を包摂するにはまったく不十分だった。

新自由主義路線を嫌気したのか、その後ライシュは学界に戻り、経済社会の変貌に合わせ主張を発展させていく。2000 年出版の『勝者の代償』では、グローバル化と IT 革命が経済的成功のあり方を根本から変え、経済の柔軟性が増し、企業が収益機会を大きく拡大する一方、労働者は安定した職業人生を失っていくと警鐘を鳴らした。

2007 年の『暴走する資本主義』では、企業の競争が民主主義の機能を損なっていると論じるようになる。グローバル化によって企業はより効率的に利益を追求し、消費者と投資家の利益は優先されるが、同じ個人であっても、労働者や市民としての権利は損なわれていると指摘した。

それはグローバル金融危機前夜だったが、民主主義を取り戻すには、国家と企業の関係を見直し、企業が巨額献金やロビー活動を通じて政策決定に過度な影響を及ぼすことに歯止めをかけ、弱体化する労働組合の再強化や最低賃金引き上げなどによって労働者の権利と生活水準の向上を図ることを提案していた。



現実には、2010 年の「シチズンズ・ユナイテッド対連邦選挙委員会裁判」の連邦最高裁判所の判決で、青天井の政治献金が可能となり、金で買われる政治が当たり前となっていく。

心に残る名フレーズ

『シンボリック・アナリストが、質のいい学校や優れた医療制度、第一級の社会資本の整った孤立した居住地に引きこもり、その他大勢が取り残されたとしたら、ルーティン生産従事者や対人サービス従事者、あるいはその子供たちがいつかシンボリック・アナリストになれる可能性は減ってしまう。』

下編：トランプも問題意識は共通だが…

2018 年出版の『コモングッド』で、ライシュは、現代資本主義が公共善を軽んじ、市場機能が損なわれ、格差が拡大していると警告し始める。グローバル企業や知識エリート層がますます強い影響力を持ち、一般市民の政治的、経済的発言権が低下しているというのだ。

コモングッドとは、公共善、共益、良識のことで、社会の一員として連帯する市民が互いに負うべき義務を示す。何世代にもわたって積み上げられた信頼の集合体のことでもあり、社会のメンバー全員が共有する価値観である。

富と権力を持つ人が、さらに多くの富と権力を手中に収めることを目的に社会の信頼を窃取し、かつてコモングッドと定義され履行されていた暗黙のルールが侵食されている——。ライシュは、教育再生や市民教育の徹底を通じコモングッドを取り戻すべきだと主張した。

市場重視のリベラル派だったライシュは 30 年余りを経て、コミュニタリアンの要素を身に付けたのだろう。今やリベラル・コミュニタリアンというべきか。

実は『ザ・ワーク・オブ・ネーションズ』の最終章でも、コスモポリタンのシンボリック・アナリストと、グローバル化を否定するゼロサム・ナショナリストの将来の激突を予想し、第 3 の道を探っていた。たどり着いたのがコモングッドとも読める。

上編の冒頭で述べた通り、高い教育を受けたエリート層が支配する「ディープ・ステート」の打破がトランプ 2.0 のアジェンダだ。政権の経済ナショナリストは人々に広がる陰謀論を利用しつつ、グローバル化の巻き戻し、メリトクラシーの暴走への歯止めをうたう。ライシュと問題意識は同じだが、関税政策などの手法は、ライシュがゼロサム・ナショナリストと呼んだものに近い。

また、トランプ政権には、巨大テック企業経営者やヘッジファンド経営者などグローバルリストも共存する。経済ナショナリストと彼らとは、本来、水と油の関係のはずだが、ワシントンのエスタブリッシュメントへの強い嫌悪感という点で一致しているように見える。今後、両者の関係はどうなるのか。



1 つの仮説は、当面はトランプ大統領の手のひらで両者は競い合うが、将来、ポスト・トランプにおいて、グローバリストが排除されるというものだ。

もう 1 つの仮説は、両者がこのまま共存する世界だ。一部を除きトランプ大統領に距離を置いていた巨大テック企業や米金融機関の経営者がトランプ支持に回り始めたのは、単に権力を恐れ迎合し始めたというだけではなく、トランプ 2.0 の世界では、米資本であるならビジネスをしやすいとなると考え直したからでもあるだろう。

もし、後者の世界になるのだとすれば、新自由主義の巻き戻しの後に現れるのは、IT 寡頭支配や金融寡頭支配ではないか。それらはライシュが掲げてきたコスモポリタン主義ともコモングッドとも大きく異なる。

民主社会とは相いれない姿である。

心に残る名フレーズ

『要するに、コスモポリタンの思考は世界的問題の多くについて有益で適切な見方を提供し、ゼロ・サム思考の落とし穴を避けることができるが、その照らし出す問題の解決に必要な手だてを実行する気を失わせる。』

<参考文献>

- マイケル・ヤング著、窪田鎮夫訳、山元卯一郎訳『メリトクラシー』講談社エディトリアル 2021 年
- ロバート・B・ライシュ著、中谷巖訳『ザ・ワーク・オブ・ネーションズ 21 世紀資本主義のイメージ』ダイヤモンド社 1991 年
- ロバート・B. ライシュ著、清家篤訳『勝者の代償 ニューエコノミーの深淵と未来』東洋経済新報社 2002 年
- ロバート・B・ライシュ著、雨宮寛訳、今井章子訳『暴走する資本主義』東洋経済新報社 2008 年
- ロバート・B・ライシュ著、雨宮寛訳、今井章子訳『コモングッド 暴走する資本主義社会で倫理を語る』東洋経済新報社 2024 年



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 (all references in this notice to a “document” shall be construed as referring to this document or such document/communication to which this notice relates, as appropriate) has been written by one or a combination of the following teams: (i) Credit Trading Desk Analysts who work closely with the sales and trading function; (ii) Desk Strategists who work closely with the sales and trading function; and/or (iii) Strategists and Economist teams that may also work closely with the sales and trading function; within the BNP Paribas group of companies (collectively “BNPP”). This document does not purport to be an exhaustive analysis, and may be subject to conflicts of interest resulting from their interaction with sales and trading which could affect the objectivity of this document. This document is non-independent research for the purpose of the UK Financial Conduct Authority rules. For the purposes of the recast Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) (MiFID II), non-independent research constitutes a marketing communication. This document is not independent research for the purposes of MiFID II (i.e. under Article 36, Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565). It has not been prepared in accordance with legal requirements designed to provide the independence of investment research, and is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research.

This document is intended for those firms who are either in scope of MiFID II and have signed up to one of the relevant BNPP Global Markets packages in respect of this content, or firms that are out of scope of MiFID II and are therefore not required to pay for this content under MiFID II. Please note that it is your firm's responsibility to ensure that you do not view or use the content in this document if your firm has not signed up to one of the relevant BNPP Global Markets packages, except where your firm is out of scope of MiFID II.

Please note any reference to EU legislation or requirements herein or in the document should be read as a reference to the relevant EU legislation or requirement and/or its UK equivalent legislation or requirement, as appropriate, where applicable, and as the context requires. For example references to “MiFID II” means Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU and/or such directive as implemented in UK law through the relevant UK legislation and PRA and FCA rules as may give effect to Directive 2014/65/EU, as appropriate, where applicable, and as the context requires.

STEER™, Credit 360 and Markets 360 are trade marks of BNP Paribas.

This document constitutes a marketing communication and has been prepared by BNPP for, and is directed at, (a) Professional Clients and Eligible Counterparties as defined in MiFID II, and (b) where relevant, persons who have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, and at other persons to whom it may lawfully be communicated (together “Relevant Persons”) under the regulations of any relevant jurisdiction. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to and will be engaged in only with Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this document or its content.

Financial instruments described in this document may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors.

This document should not be considered objective or unbiased. BNPP may engage in transactions in a manner inconsistent with the views expressed in this document. BNPP may trade as principal, may have proprietary positions and may make markets in the financial instruments (or related derivatives) discussed herein. The author of this document may know the nature of BNPP trading positions and strategies. Sales and Trading personnel are indirectly compensated based on the size and volume of their transactions. The information and opinions contained in this document have been obtained from, or are based on, public sources believed to be reliable, but there is no guarantee of the accuracy, completeness or fitness for any particular purpose of such information and such information may not have been independently verified by BNPP or by any person. None of BNPP, any of its subsidiary undertakings or affiliates or its members, directors, officers, agents or employees accepts any responsibility or liability whatsoever or makes any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy and completeness of the information or any opinions based thereon and contained in this document and it should not be relied upon as such.

This document does not constitute a prospectus or form any part of any offer to sell or issue and is not a solicitation of any offer to purchase any financial instrument, nor shall it or any part of it nor the fact of its distribution form the basis of, or be relied on, in connection with any contract or investment decision. To the extent that any transaction is subsequently entered into between the recipient and BNPP, such transaction will be entered into upon such terms as may be agreed by the parties in the relevant documentation.

This document does not constitute a personal recommendation for the purposes of MiFID II or take into account the particular investment objectives, financial conditions or needs of individual clients. Information and opinions contained in this document are published for the information of recipients, but are not to be relied upon as authoritative or taken in substitution for the exercise of judgment by any recipient, are subject to change without notice and not intended to provide the sole basis of any evaluation of the instruments discussed herein or in the document. In providing this document, BNPP does not offer investment, financial, legal, tax or any other type of advice to, nor has any fiduciary duties towards, recipients. Any reference to past performance is not indicative of future performance, which may be better or worse than prior results. Any hypothetical, past performance simulations are the result of estimates made by BNPP, as of a given moment, on the basis of parameters, market conditions, and historical data selected by BNPP, and should not be used as guidance, in any way, of future performance. To the fullest extent permitted by law, no BNPP group company (nor any directors, partners, officers, employees or representatives) accepts any liability whatsoever (including in negligence) for any direct or consequential loss arising from any use of or reliance on material contained in this document even where advised of the possibility of such losses. All estimates and opinions included in this document are made as of the date of this document. Unless otherwise indicated in this document there is no intention to update this document. In evaluating this document, you should know that it may have been previously provided to other clients and/or internal BNPP personnel, who may have already acted on it. Financial instruments mentioned herein, including derivative products, give rise to substantial risk, including currency and volatility risk, and are not suitable for all investors. BNPP transacts business with counterparties on an arm's length basis and on the assumption that each counterparty is sophisticated and capable of independently evaluating the merits and risks of each transaction and that the counterparty is making an independent decision regarding any transaction. The author(s) attest that the views expressed in their attached commentary accurately reflect their personal views about any of the subject financial instruments, issuers, or markets and that no part of their compensation was/is/will be directly or indirectly related to the expressed recommendation or views.

BNPP may make a market in, or may, as principal or agent, buy or sell financial instruments of any issuer or person mentioned in this document or related derivatives. Prices, yields and other similar information included in this document are included for information purposes however numerous factors will affect market pricing at any particular time, such information may be subject to rapid change and there is no certainty that transactions could be executed at any specified price.

BNPP may have a financial interest in any financial instrument, issuer or person mentioned in this document, including a long or short position in their securities and/or options, futures or other derivative instruments based thereon, or vice versa. BNPP, including its officers and employees may serve or have served as an officer, director or in an advisory capacity for any person mentioned in this document. BNPP may, from time to time, solicit, perform or have performed investment banking, underwriting or other services (including acting as adviser, manager, underwriter or lender) within the last 12 months for any person referred to in this document. BNPP may be a party to an agreement with any person relating to the production of this document. BNPP may to the extent permitted by law, have acted upon or used the information contained herein or in the document, or the analysis on which it was based, before the document was published. BNPP may receive or intend to seek compensation for investment banking services in the next three months from or in relation to any person mentioned in this document. Any person mentioned in this document may have been provided with relevant sections of this document prior to its publication in order to verify its factual accuracy.

This document is for information purposes only and there is no assurance that a transaction(s) will be entered into on such indicative terms. Any indicative price(s) contained herein or in the document have been prepared in good faith in accordance with BNPP's own internal models and calculation methods and/or are based on or use available price sources where considered relevant. Indicative price(s) based on different models or assumptions may yield different results. Numerous factors may affect the price(s), which may or may not be taken into account. Therefore, these indicative price(s) may vary significantly from indicative price(s) obtained from other sources or market participants. BNPP expressly disclaims any responsibility for the accuracy or completeness of its own internal models or calculation methods, the accuracy or reliability of any price sources used, any errors or omissions in computing or disseminating these indicative price(s), and for any use you make of the price(s) provided. The indicative price(s) do not represent (i) the actual terms on which a new transaction could be entered into, (ii) the actual terms on which any existing transactions could be unwound, (iii) the calculation or estimate of an amount that would be payable following an early termination of the transactions or (iv) the price(s) given to the transactions by BNPP in its own books of account for financial reporting, credit or risk management purposes. As an investment bank with a wide range of activities, BNPP may face conflicts of interest, which are resolved under applicable legal provisions and internal guidelines. You should be aware, however, that BNPP may engage in transactions in a manner inconsistent with the views expressed in this document, either for its own account or for the account of its clients.



This document may contain certain performance data based on back-testing, i.e. simulations of performance of a strategy, index or assets as if it had actually existed during a defined period of time. To the extent any such performance data is included, the scenarios, simulations, development expectations and forecasts contained in this document are for illustrative purposes only. All estimates and opinions included in this document constitute the judgment of BNPP as of the date of the document and may be subject to change without notice. This type of information has inherent limitations which recipients must consider carefully. While the information has been prepared in good faith in accordance with BNPP's own internal models and other relevant sources, an analysis based on different models or assumptions may yield different results. Unlike actual performance records, simulated performance returns or scenarios may not necessarily reflect certain market factors such as liquidity constraints, fees and transactions costs. Actual historical or back tested past performance does not constitute an indication of future results or performance.

This document is only intended to generate discussion regarding particular products and investments and is subject to change or may be discontinued. We are willing to discuss it with you on the understanding that you have sufficient knowledge, experience and professional advice to understand and make your own independent evaluation of the merits and risk of the information and any proposed structures. The information contained herein or in the document is not and under no circumstances is to be construed as, a prospectus, an advertisement, a public offering, an offer to sell securities described herein or in the document, or solicitation of an offer to buy securities described herein or in the document, in Canada, the U.S. or any other province or territory nor shall it be deemed to provide investment, tax, accounting or other advice. Transactions involving the product(s) described in this document may involve a high degree of risk and the value of such transactions may be highly volatile. Such risks include, without limitation, risk of adverse or unanticipated market developments, risk of counterparty or issuer default, risk of adverse events involving any underlying reference obligation or entity and risk of illiquidity. In certain transactions, counterparties may lose their entire investment or incur an unlimited loss. The information relating to performance contained in this document is illustrative and no assurance is given that any indicated returns, performance or results will be achieved. Moreover, past performance is not indicative of future results. Information herein or in the document is believed reliable but BNPP does not warrant or guarantee its completeness or accuracy. All information, terms and pricing set forth herein or in the document reflect our judgment at the date and time hereof and are subject to change without notice. In the event that we were to enter into a transaction with you, we will do so as principal (and not as agent or in any other capacity, including, without limitation, as your fiduciary, advisor or otherwise). Only in the event of a potential transaction will an offering document be prepared, in which case, you should refer to the prospectus or offering document relating to the above potential transaction which includes important information, including risk factors that relate to an investment in the product(s) described herein or in the document.

Prior to transacting, you should ensure that you fully understand (either on your own or through the use of independent expert advisors) the terms of the transaction and any legal, tax and accounting considerations applicable to them. You should also consult with independent advisors and consultants (including, without limitation, legal counsel) to determine whether entering into any securities transactions contemplated herein or in the document would be contrary to local laws. Unless the information contained herein or in the document is made publicly available by BNPP, it is provided to you on a strictly confidential basis and where it is provided to you on a strictly confidential basis you agree that it may not be copied, reproduced or otherwise distributed by you, whether in whole or in part (other than to your professional advisers), without our prior written consent. For the avoidance of doubt, you are not permitted to use AI Tools in connection with this document or the information herein, without our express prior written consent. For the purposes of this section, "AI Tools" means machine-based systems designed to operate with varying levels of autonomy and that may exhibit adaptiveness after deployment and that, for explicit or implicit objectives, infer, from the input they receive, how to generate outputs such as predictions, content, recommendations, or decisions that can influence physical or virtual environments. Neither we, nor any of our affiliates, nor any of their respective directors, partners, officers, employees or representatives accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this document or its content; and any of the foregoing may from time to time act as manager, co-manager or underwriter of a public offering or otherwise, in the capacity of principal or agent, deal in, hold or act as market makers or advisors, brokers or commercial and/or investment bankers in relation to the securities or related derivatives that are discussed herein or in the document. BNPP may (or may in the future) hold a position or act as a market maker in the financial instruments discussed, or act as an advisor, manager, underwriter or lender to such issuer. In no circumstances shall BNPP be obliged to disclose any information that it has received on a confidential basis or to disclose the existence thereof.

The information presented herein or in the document does not comprise a prospectus of securities for the purposes of EU Regulation (EU) 2017/1129 (as amended from time to time).

This document was produced by a BNPP group company. This document is for the use of intended recipients and may not be reproduced (in whole or in part) or delivered or transmitted to any other person without the prior written consent of BNPP. By accepting or accessing this document you agree to this.

Neither DTCC Solutions LLC nor any of its affiliates shall be responsible for any errors or omissions in any DTCC data included in this commentary, regardless of the cause and, in no event, shall DTCC or any of its affiliates be liable for any direct, indirect, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit, trading losses and opportunity costs) in connection with this publication.

BNP Paribas London Branch: 10 Harewood Avenue, London NW1 6AA; tel: +44 20 7595 2000; fax: +44 20 7595 2555- www.bnpparibas.com. Incorporated in France with Limited Liability. Registered Office: 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris, France. 662 042 449 RCS Paris. BNP Paribas is authorised and regulated by the European Central Bank and the Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. BNP Paribas is authorised by the Prudential Regulation Authority and is subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Prudential Regulation Authority are available from us on request. BNP Paribas London Branch is registered in the UK under number FC13447. UK establishment number: BR000170. UK establishment office address: 10 Harewood Avenue, London NW1 6AA.

For country-specific Markets 360 disclaimers (United States, Canada, United Kingdom, France, Germany, Belgium, Ireland, Italy, Netherlands, Portugal, Spain, Switzerland, Brazil, Turkey, Israel, Bahrain, South Africa, Australia, China, Hong Kong, India, Indonesia, Japan, Malaysia,, New Zealand, Singapore, South Korea, Taiwan, Thailand, Vietnam) please type the following URL to access our legal notices:

https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

For country-specific Credit 360 disclaimers (UK, France, Germany, Belgium, Ireland, Italy, Netherlands, Portugal, Spain, Switzerland, Canada, United States, Brazil, Turkey, Israel, Bahrain, South Africa, Australia, China, Hong Kong – Branch, Hong Kong – Securities, India – Branch, India – Securities, Indonesia, Japan – Branch, Japan – Securities, Malaysia - BNPP Malaysia Berhad, BNPP - Capital (Malaysia) Sdn Bhd, Malaysia Labuan Branch, Singapore - Branch, South Korea – Branch, South Korea – Securities, Taiwan – Branch, Taiwan – Securities, Thailand, Vietnam). Please please type the following URL to access our legal notices:

https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/commons/documents/Country_CTDA_disclaimer.pdf

Some or all of the information contained in this document may already have been published on [MARKETS 360™ Portal](#)

Please click [here](#) to refer to our Data Protection Notice.

© BNPP (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 may be a market maker or liquidity provider in financial instruments of any issuer(s) mentioned in the recommendation.

BNPP may provide such services as described in Sections A and B of Annex I of MiFID II (Directive 2014/65/EU), to the any issuer(s) to which this investment recommendation relates. However, BNPP is unable to disclose specific relationships/agreements due to client confidentiality obligations.

Section A and B services include A. Investment services and activities: (1) Reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments; (2) Execution of orders on behalf of clients; (3) Dealing on own account; (4) Portfolio management; (5) Investment advice; (6) Underwriting of financial instruments and/or placing of financial instruments on a firm commitment basis; (7) Placing of financial instruments without a firm commitment basis; (8) Operation of an MTF; and (9) Operation of an OTF. B. Ancillary services: (1) Safekeeping and administration of financial instruments for the account of clients, including custodianship and related services such as cash/collateral management and excluding maintaining securities accounts at the top tier level; (2) Granting credits or loans to an investor to allow



him to carry out a transaction in one or more financial instruments, where the firm granting the credit or loan is involved in the transaction; (3) Advice to undertakings on capital structure, industrial strategy and related matters and advice and services relating to mergers and the purchase of undertakings; (4) Foreign exchange services where these are connected to the provision of investment services; (5) Investment research and financial analysis or other forms of general recommendation relating to transactions in financial instruments; (6) Services related to underwriting; and (7) Investment services and activities as well as ancillary services of the type included under Section A or B of Annex 1 related to the underlying of the derivatives included under points (5), (6), (7) and (10) of Section C (detailing the MiFID II Financial Instruments) where these are connected to the provision of investment or ancillary services.

BNPP do not, as a matter of policy, permit pre-arrangements with issuers to produce recommendations. BNPP and/or its affiliates as a matter of policy do not permit issuers to review or see unpublished recommendations. BNPP acknowledge the importance of conflicts of interest prevention and have established robust policies and procedures and maintain effective organisational structure to prevent and avoid conflicts of interest that could impair the objectivity of this recommendation including, but not limited to, information barriers, personal account dealing restrictions and management of inside information.

BNPP understand the importance of protecting confidential information and maintain a "need to know" approach when dealing with any confidential information. Information barriers are a key arrangement we have in place in this regard. Such arrangements, along with embedded policies and procedures, provide that information held in the course of carrying on one part of its business to be withheld from and not to be used in the course of carrying on another part of its business. It is a way of managing conflicts of interest whereby the business of the bank is separated by physical and non-physical information barriers. The Control Room manages this information flow between different areas of the bank where confidential information including inside information and proprietary information is safeguarded. There is also a conflict clearance process before getting involved in a deal or transaction.

In addition, there is a mitigation measure to manage conflicts of interest for each transaction with controls put in place to restrict the information flow, involvement of personnel and handling of client relations between each transaction in such a way that the different interests are appropriately protected. Gifts and Entertainment policy is to monitor physical gifts, benefits and invitation to events that is in line with the firm policy and Anti-Bribery regulations. BNPP maintains several policies with respect to conflicts of interest including our Personal Account Dealing and Outside Business Interests policies which sit alongside our general Conflicts of Interest Policy, along with several policies that the firm has in place to prevent and avoid conflicts of interest.

The remuneration of the individual producer of the investment recommendation may be linked to trading or any other fees in relation to their global business line received by BNPP.

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

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

The disseminator and producer of the investment recommendations are part of the same group, i.e. the BNPP group. The relevant Market Abuse Regulation disclosures required to be made by producers and disseminators of investment recommendations are provided by the producer for and on behalf of the BNPP Group legal entities disseminating those recommendations and the same disclosures also apply to the disseminator.

If an investment recommendation is disseminated by an individual within BNPP via Bloomberg chat or email, the disseminator's job title is available in their Bloomberg profile or bio. If an investment recommendation is disseminated by an individual within BNPP via email, the individual disseminator's job title is available in their email signature.

For further details on the basis of recommendation specific disclosures available at this link (e.g. valuations or methodologies, and the underlying assumptions, used to evaluate financial instruments or issuers, interests or conflicts that could impair objectivity recommendations or to 12 month history of recommendations history) are available at [MARKETS 360™ Portal](#). If you are unable to access the website please contact your BNPP representative for a copy of this document.