



MARKET ECONOMICS

Weekly Economic Report

2025 年 9 月 19 日号 (No.1107)

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
ジスト覇権国によるグローバル公共財の供給が停止する日
1930 年代の教訓

河野 龍太郎

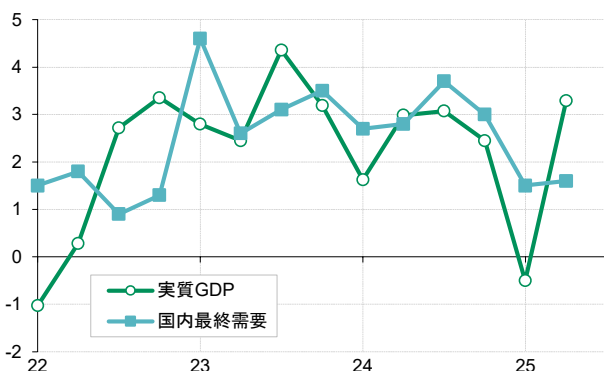
米国では、トランプ関税や移民抑制の影響だけでなく、これまでの高金利政策の影響も徐々に現れ、2025 年に入って景気拡大ペースに鈍化傾向が見られる。ただ、これまでもお伝えしている通り、筆者自身は、このまま米国が景気後退に陥るとは見ていない。それは、ショックそのものが激烈なものではなく、また今後も続くであろう FRB の利下げによって吸収可能だと考えるためである。そうした点で、短中期的には引き続き米国経済に対して楽観的である。

米国の不況パターン

米国が不況に陥る典型的なパターンは、まず、その前の金融緩和局面において、家計が借金を膨らませて消費や住宅投資を拡大させることである。利上げ局面に入ると、家計は利払い負担が増すため、消費を抑制せざるを得なくなる。個人消費が減速すると、企業は売上が減少するため、倒産リスクを避けるべく、雇用リストラを始める。それは雇用者所得の減少をもたらし、個人消費のさらなる減退を招くため、売上減少に対して、企業は一段の雇用リストラを余儀なくされる。こうした負のスパイラルが米国の典型的な不況プロセスである。

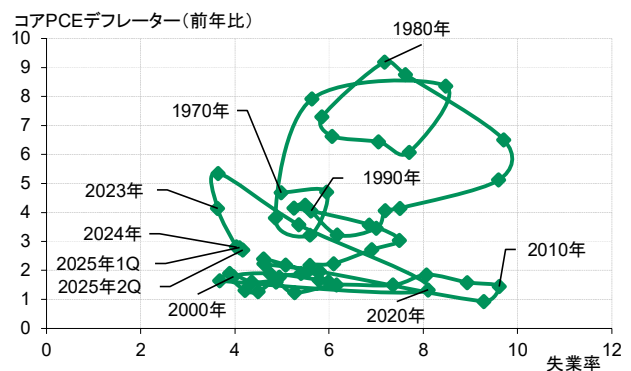
ただ、今回、コロナ禍の金融緩和局面で、家計も企業も、さほど借金を増やしていたわけではない。借金を大きく増やしたのは、周知の通り、政府部門である。むしろ、公的債務が膨らむ中で、政策金利が引き上げられたため、政府の利払い費が増大したことが、家計への所得移転を通じて、個人消費を下支えするという側面もあった。非リカーディアン的な財政運営になっているから、高金利政策を

図 1: 米国の実質 GDP とその内訳(前期比年率、%)



(出所) Macrobond より、BNP パリバ証券作成

図 2: 米国のフィリップスカーブ(暦年、%)



(出所) Macrobond より、BNP パリバ証券作成



続けても、景気抑制効果が十分に現れなかったともいえる。このように、不況を引き起こすような、大きな不均衡の蓄積が家計と企業などの民間部門には見られないため、短中期的には、米経済に対して筆者は楽観しているのである。

米国の覇権への疑念

とはいえ、である。長期的には、以前ほど米国に対して楽観的ではなくなった、というのが筆者の偽らざる本音である。それは、第二期トランプ政権のスタート後の安全保障対応や関税政策によって、米国の覇権や通貨覇権の継続に対する疑念が生じ、各国の投資家が米国への一極集中投資を修正しているからでもある。

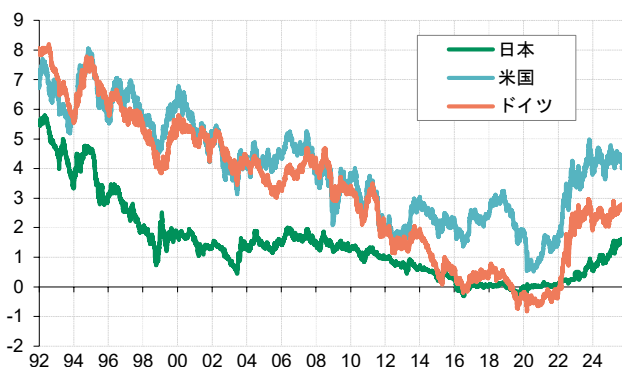
その結果、現在、米景気に減速傾向が見られ、FRBの継続的な利下げが織り込まれているにもかかわらず、米国の長期金利はあまり低下していない。FFレートが5.25%~5.5%だった1年程前に、10年金利は3.6%程度だった。政策金利が1%以上も下がったのだから、10年金利は3%を割ってもおかしくないはずだが、今も4%前後で下げ渋っている。具体的に誰が米国債を買わなくなったのかと訝しがる人もいるが、以前よりも高い利回りでなければ、買わなくなったということである。

従来、米国政府から弱い景気指標が発表され、先行きの不確実性が高まると、各国の投資家は、安全資産であるドル通貨やドル国債を積極的に購入していた。世界各国から流動性が集中する米国では、リスクオフ時に安全資産のリスクプレミアムが大きなマイナスとなるため、長期金利も大きく低下して、それが米国の株価を押し上げると共に、家計の消費や企業の投資を刺激していた。こうしたメカニズムが強く働くから、米国経済はショックに対して、世界で最も頑健だったのである。しかし、通貨覇権への疑念を背景に海外からの資金流入が滞ってきたせいか、或いは滞るという思惑が広がっているからなのか、米国の長期金利が下がりづらくなっているのである。

財政持続可能性への疑念

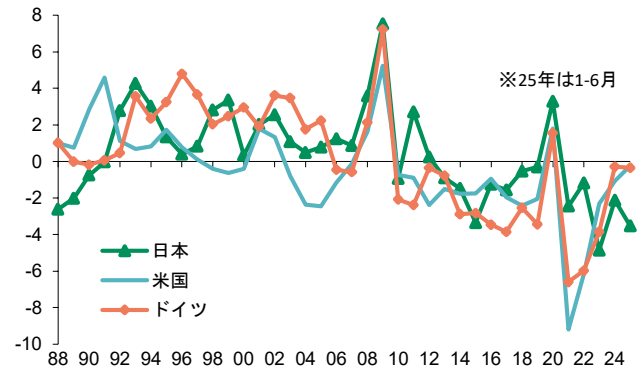
さらに、より大きなショックが訪れた場合、財政政策によるサポートが必要となるが、これまでは海外からの流動性の流入によって、米国では長期金利が低下するため、公的債務の持続可能性をさほど気にすることなく、政府は大規模な財政政策を打つことが可能だった。しかし、米国経済が減速しても、長期金利がスムーズに低下しない、ということであれば、政府は、財政政策を発動する際、債券自警団たる米国債市場の動向を気にしながら政策運営を慎重に行わなければならない、ということになる。

図3: 日米欧の長期金利(10年、%)



(出所) Macrobond より、BNP パリバ証券作成

図4: 長期金利一名目成長率(%)



(出所) Macrobond より、BNP パリバ証券作成



深刻な経済ショックが訪れた際に、公的債務の持続可能性を気にせず、大規模な財政政策を発動できたのも、米国経済が世界で最も頑健である要因の一つだったが、今後、それもうまく機能しなくなる可能性がある、ということである。

ただ、今ここで述べたことは、米国にとっては確実にネガティブな話ではあるが、他の国にとっては必ずしも、そうとは言えない。世界経済にショックが訪れた際、各国から大量の流動性を享受していた米国にとっては、流動性が以前のように得られないということは、明らかに不利になる話ではある。しかし、他国は、自国に流動性が留まる、或いは、幸いにも米国に代わって流動性の受け皿になるということなら、むしろ有利になる話かもしれない。

グローバル公共財の供給が困難になる時

しかし、である。ここまでの議論の出発点は、米国の覇権や通貨覇権が疑われる事態に向かっている、という話だったはずである。覇権や通貨覇権がもたらす利得がグローバルでゼロサムというのであれば、米国以外の多くの国にとって、そもそも覇権や通貨覇権の存在は、町のギャングのボスの存在のような、ありがた迷惑な話だが、ことはそう単純な話ではないだろう。

ここで筆者が取り上げたいのは、「経済的観点からも、覇権は、グローバル経済が深刻な不況に陥るのを避けるために、『グローバル公共財』を供給するから、有用」という考え方である。現段階では想定しえないものの、今後、大きなショックがグローバル経済を襲った際、覇権国による世界経済を安定させるためのグローバル公共財の供給が滞ることになりはしないか。そうしたグローバル公共財が供給されていたからこそ、これまで世界経済は深刻な不況を避け、或いは、深刻な不況に陥っても、比較的容易に脱することができていたのでないのか。筆者が長期的に楽観的になれないもう一つの理由は、覇権国である米国がその役割を果たさないことにまつわるグローバル経済への悪影響である。それが本稿のもう一つの論点である。

これまでのレポートでも何度か取り上げたが、国際金融史家のチャールズ・キンドルバーガーは、1929年の米国の大恐慌が世界大恐慌につながったのは、それまで覇権国だった英国が、第一次世界大戦で国力を弱め、世界経済の安定を維持するためのグローバル公共財を供給する能力を低下させ、一方で新興の大国であった米国は、グローバル公共財を供給する政治的意思を持たなかったから、という「覇権国不在論」を論じた。

名著『大不況下の世界 1929-1939』の中で、国際経済システムを安定させるための覇権国の経済的機能として、キンドルバーガーが掲げたのは、以下の5つであった。①国際的に開かれた財市場の維持、②長期資金の各国への供給、③安定的な為替相場システムの維持、④協調的なマクロ経済政策の運営、⑤危機時のグローバルな「最後の貸し手機能」の発揮。これら5つの機能が発揮されないことで、1930年代のグローバル経済では実際、何が起こったのか、振り返ってみよう。

① 国際的に開かれた財市場の維持

恐慌下において、覇権国が果たすべき第一の役割は、自国市場を開放し、余剰生産力を抱える他国の輸出を吸収することである。19世紀の英国は、しばしば訪れる景気後退期においても、自由貿易を堅持し他国の商品を受け入れた。工業製品を



輸出し、農産物を大陸から輸入した英国にとり、自由貿易が有利だったと言うこともあったのだろう。しかし、1930年代には、市場開放と全く逆のことが行われた。

象徴的なのは1930年の米国のスムート=ホーリー関税法である。数千の品目に過去最高の関税を課したこの法律は、不況に陥った世界経済に壊滅的な打撃を与えた。他国は直ちに報復関税で応じ、国際貿易は縮小プロセスに入る。国際貿易は1929年から1932年の間に、実に3分の2まで落ち込んだ。

英国も1932年のオタワ英帝国会議で帝国特惠関税を導入し、英連邦内で閉じた市場（スターリング・ブロック）を形成する。フランスやドイツも同様に保護主義を強め、二国間清算協定や外貨管理を強化していく。このように大国が市場を閉じたために、各国が自国第一主義に走り、結果的に世界の需要は急速に委縮したのである。

② 長期資金の各国への供給

第二に必要とされたのが長期の資本供給である。恐慌期には民間資本が安全を求めて自国に回帰し、資本輸出が止まる。その時にこそ、覇権国が対外投資を維持し、世界に流動性と投資を供給する必要があった。

第一次世界大戦後、英国の金融部門の疲弊によって、米国は世界最大の資本輸出国となり、1920年代には、欧州や南米に巨額の資本を供給した。特にドイツやオーストリアは米国資本に依存して、第一次世界大戦からの復興を進めていた。しかし、1929年のウォール街の崩壊以降、米国の投資家は、一斉に資金を引き揚げ、資本の逆流が始まる。短期資金に依存していたドイツやオーストリアの経済は資金難に陥りがちとなるが、後述するように、1931年のオーストリアのクレジットアンシュタルトの破綻をきっかけに、欧州は深刻な金融危機に陥る。

本来なら、覇権国が長期的な安定資金を供給し、危機の連鎖を防ぐべきだったのだろう。しかし、英国はその能力を失い、一方で米国は孤立主義を深め、対外投資どころか、国内の銀行恐慌に対処するのが精一杯だった。米国政府、米国の金融機関にも余力は残っておらず、世界は資金供給の柱を失った。資本輸出が止まったことで、各国は国際収支の均衡を輸入削減でしか達成できず、さらなる貿易縮小と景気後退を招いた。

興味深いのは、英国が覇権国の役割を果たしていた当時、対外融資が国内融資に対してカウンター・シクリカル（反景気循環的）に働いていたことである。国内の景気後退は対外融資を刺激し、逆に国内の融資ブームは対外融資を抑制するものの、一方で輸入の増加を引き起こしていた。英国による輸入増加は海外の輸出需要を刺激し、海外では英国からの資金流入が細って投資が不調となっても、英国向け輸出の増加に補われ、それが国際経済システムを安定させていた。一方、1920年代の米国の対外融資は国内投資と正の相関関係にあり、ウォール街のブームが対外融資の膨張を招き、その後、株式市場のブーム崩壊は海外からの資本の逆流を引き起こした。

③ 安定的な為替相場システムの維持

第三のグローバル公共財が、為替相場システムの安定である。恐慌期に各国が通貨を競争的に切り下げれば、一国の輸出は一時的に有利にはなるだろうが、他国が追随すれば、結局は需要の奪い合いとなり、全体の縮小を助長するだけに終わる。覇権国が存在すれば、為替の安定を主導し、通貨切り下げ合戦を防ぐことができるはずである。

しかし、1931年、英国は金本位制を離脱し、ポンドを切り下げると共に、ポンド・ブロックは同調して、輸出競争で優位に立つ（英国は第一次世界大戦後に金本位制に復帰するが、大戦前の高い水準で復帰したため、それが体力の低下した英国経済にとって、相当に割高だったというのが根底に潜む問題である）。しかし、フランスやベルギーなど、金本位制を維持した「金ブロック」の国々は、デフレ圧力を強める結果となった。貿易黒字国だった米国も1933年にはドルを切下げ、金兌換を停止する。各国が相次ぎ通貨政策を自国優先で運用したため、為替市場は不安定化し、世界貿易はさらに委縮した。

1933年のロンドン経済会議では、為替安定のための国際協調が議題となったが、就任したばかりの米国のルーズベルト大統領は国内のニューディール政策を優先させて会議を決裂させ、覇権国不在の象徴となった。米国は、既に国内的には金の兌換を停止していたが、ルーズベルトが金本位制に直ぐに戻ることはないと言明したのは、ロンドン経済会議の真っ最中であった。

結局、通貨切り下げ合戦は最後まで収束せず、国際通貨体制は分断されたまま、1930年代を終えることになる。バリー・アイケングリーンが明らかにした通り、「黄金の足枷」を皆が一斉に取り外せば、各国とも金融緩和の発動余地が広がり、世界大恐慌から抜け出すことができたのであろうが、当時、金本位制があるべき通貨制度という考えを主要各国の政策当局者は否定することができなかった。変動相場制が当たり前の現在において、時代錯誤の固定相場制や金本位制の導入を訴えるようなものだったのである。

④ 協調的なマクロ経済政策の運営

第四に求められたのは、協調的なマクロ安定化政策である。まず、金本位制を前提に考えた場合、貿易黒字によって金準備が増える国は、マネーサプライを増やし内需を刺激すべきだが、1930年前後の米国とフランスはそれを行わず、金準備の増加を「不胎化」した。もし、米仏が十分な金融緩和を行い、内需を刺激し、輸入を増やせば、他国は輸出を増やすことが可能となり、国際収支の調整が進んでいたはずだが、米国やフランスは、金を退蔵したのである。金本位制の下でも、協調的な政策が行われなかったのである。

また、各国が拡張財政を行えば、世界全体の需要を押し上げ、世界大恐慌の悪循環を止めることは理論上可能だったかもしれない。しかし、1930年代には、財政政策をマクロ安定化政策に位置づけるという発想はまだ確立していなかった。一時的であっても、財政赤字を作り出すことは不健全であり、経済の発展には望ましくないと政策当局者は皆考えていたのである。高橋是清がリフレ政策を発動し



た日本とヒトラーの下で拡張財政に舵を切ったドイツを除くと、ルーズベルトが1933年に開始したニューディール政策が最初の拡張的な財政政策であった。

1931年に金本位制を離脱した英国は、その後、金融緩和を進めたものの、それはポンド・ブロック内に限られた政策だった。フランスなどの金ブロック諸国は逆に緊縮を続け、デフレ圧力を増幅させた。結局、国際協調の枠組みは崩れたまま、一部の国を除くと、各国はバラバラに効果の乏しい政策を採用し、世界は協調的な景気刺激策を欠いたまま10年の不況に沈んだ。

⑤ 危機時のグローバルな「最後の貸し手機能」

最後に、決定的に欠落していたのが、グローバルな「最後の貸し手機能」である。1931年にオーストリア最大の銀行であるクレディットアンシュタルトが破綻し、恐慌は一気に中欧からドイツへ波及する。前述した通り、ドイツの銀行システムは米国からの資金供給に依存しており、外資が一斉に引き上げられると、瞬く間に流動性危機に陥った。本来なら、覇権国の中央銀行が中心になって緊急の資金を協調して供給し、危機の波及を防ぐべきだったが、英国はもはや十分な資金力、指導力を持たず、米国は国内の混乱に対応するのに精一杯だった。

正確に言うと、英国は、1931年に他国がオーストリアに対する融資を回収する中で、単独で追加融資を行ったが、規模は限られ、各国の融資の呼び水にはならなかった。その後、英国はドイツへの資金供与には参加せず、フランスと米国は行ったが、規模は限られたものにとどまり、次に英国が援助を求める事態に陥った際、アメリカとフランスはサラムスライス型の融資で対応した。ウォルター・バジョットが論じた「最後の貸し手機能」はもはや発揮されなかったわけである。さらに、1933年には米国が銀行恐慌に見舞われ、就任したばかりのルーズベルト大統領は銀行休業を宣言し、国内問題の收拾に専念したというのは、既に述べた通りである。

このように、グローバルな最後の貸し手が不在となったため、金融危機は連鎖的に広がり、各国の信用市場は崩壊する。銀行倒産は、企業の資金繰りを断ち、生産と雇用を急減させてゆく。覇権国不在の悪影響が最も鮮明に現れたのは、グローバル金融の危機管理の瞬間だった。

現代へのインプリケーション

1930年代の大恐慌を長期化させ、世界をブロック経済、そしてその後の第二次世界大戦に導いた要因は、キンドルバーガーのいう5つの「グローバル公共財」を供給する覇権国の不在であった。現在、米国は第二次世界大戦後に自らが築いた国際秩序維持のためのグローバル公共財を、自らの手で破壊しているようにも見える。キンドルバーガーが掲げた第一のグローバル公共財については、相互関税の導入によって、既に破壊されている。幸いなことは、残る国々が報復関税を行っていないことである。また、自由貿易を志向する欧州や中国、東南アジア、日本、中南米がEUやTPP、RCEP、メルスコールなどを通じ、他の自由貿易協定と連携・強化を図ろうとしていることであろう。

今後、懸念されるのは、将来、グローバル経済に大きなショックが訪れた場合、まず、米国が通貨安誘導を進めることであろう。いわゆる「マール・ア・ラーゴ合意」は、各国との協調的なドル安誘導ではなく、グローバル不況が訪れた際、



米国による一方的なドル安誘導となる可能性がある。これまでのように米国に流動性が集まりそうにない、ということになれば、米国が求める通貨安は規模の大きなものになる可能性もあるだろう。

その際、本来であれば、各国が協調的な金融緩和政を進めることで、内需を刺激すべきだが、通貨安戦争によって、外需の奪い合いに陥るリスクがある。ただ、各国とも、コロナ禍後、物価高によって、政権支持率が大きく低迷しているため、それが通貨安政策への牽制となるかもしれない。また、一方で、政権支持率が各国とも低迷していることは、拡張的な財政政策が選択されやすく、それが各国経済の底割れ回避につながるかもしれない。

1930年代に最も深刻だったのは、覇権国がグローバルな最後の貸し手機能を発揮できなかったことである。リーマンショック以降、グローバル不況が訪れ、国際通貨であるドルの流動性の奪い合いが始まると、FRBが世界の中央銀行として振る舞い、先進国だけでなく、有力な新興国の中央銀行に対しても、通貨スワップ協定を通じて、ドル資金の供給を行ってきた。トランプ政権の横槍が入り、グローバル金融危機に陥っても、米国外では、高い対価を支払わなければ、ドル資金が米国から得られない、という懸念が広がれば、そうした懸念そのものが流動性危機をさらに深刻化させることになるのだろう。

<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
- 河野龍太郎、唐鎌大輔『世界経済の死角』幻冬舎 2025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
- バリー・アイケングリーン、小浜 裕久監修『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
- Barry Eichengreen, “Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939” Oxford University Press. 1996



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 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.