



MARKET ECONOMICS

Weekly Economic Report

2025 年 10 月 3 日号 (No.1109)

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

「新しい階級社会」と政治の液状化を避けるために 財政ポピュリズムの起源

河野 龍太郎

今回の自民党総裁選の論戦では、自公与党が政権運営を安定させるため、連立の拡大を模索していることを改めて印象付けた。衆院、参院共に過半を割り込んでいるため、誰が自民党総裁になっても、今のままでは政権運営は容易ではない。ただ、連立の枠組みを拡大しさえすれば、政権運営が安定するのかと言えば、事はそう簡単ではない。それは単に、連立拡大に伴う政権運営の難しさの話だけではない。

ストレートに言ってしまえば、既存政党は有権者が抱える問題の解決策を十分に提示できておらず、有権者を引きつけることが難しくなっているのである。連立拡大で過半を一時的に回復したとしても、再び選挙をすれば、過半に達しないというリスクがあるのではないか。これは、オランダやベルギー、スペイン、イタリアなど欧州で見られる政治現象でもある。本稿では、改めて日本政治が直面する社会問題についてフォーカスする。

筆者は、2 月に上梓した『日本経済の死角 収奪的システムを解き明かす』（ちくま新書）で、経済学的な視点から、昨年 10 月末の自公の過半割れとポピュリスト政党の躍進を分析し、分配問題を解決しなければ、政治の液状化が避けられないことを論じた。筆者の分析を前提にすると、7 月の参議院選挙の結果は、必然であったようにも思われる。筆者は、前掲書で、以下の主張を行っていた。

- 過去四半世紀、日本では、時間当たり生産性が 3 割改善したにもかかわらず、時間当たり実質賃金は全く上がっていない。それでも長期雇用制の枠組みにいる正社員は、定期昇給の恩恵に与り、属人ベースでは、実質賃金は緩やかに改善していた。しかし、長期雇用制の枠外にいる非正規社員は、元々の賃金水準が極めて低く、経験を積んでも定期昇給もなく、過去四半世紀、苦境が続いていた。それでもゼロインフレだったため、何とか生活できていたが、2020 年にコロナ禍が訪れ多大なダメージを被り、その後、2022 年以降の高インフレの直撃で、生活を破壊された人が増えていた。
- 過去四半世紀、IT デジタル革命や第二次グローバリゼーションの影響で、中間的な賃金の仕事が失われ、低賃金の仕事に流れ込む人が増え、日本でも高賃金と低賃金の仕事への二極化が進んだ。本来なら、欧州のように働き方に



にもかかわらず、事業者が社会保険料を負担する「被用者皆保険制」を整える必要があったが、今も道半ばである。また、中間的な賃金の仕事に戻れるよう就業訓練を政府が準備し、その受講を条件に手厚い生活保障を行う欧州型の「積極的労働市場政策」の導入も必要だったが、未だ手つかずである。社会の変化に対応した社会保障のアップグレードは放置されたままだが、今や就職氷河期・前期世代は50歳台を迎えている。

- 現在の日本経済は、完全雇用近く、極めて低い実質金利がもたらす円安インフレや、セクターショックによる食品価格の上昇などがホームメイドインフレ化しやすく、高いインフレが続いている。過半割れした自公与党が物価高対策を求める野党の要求によって、拡張的な財政政策を続けているが、それが一段のインフレ圧力を生むため、有権者の怒りは収束せず、政治の液化が続く恐れがある。

新しい階級社会

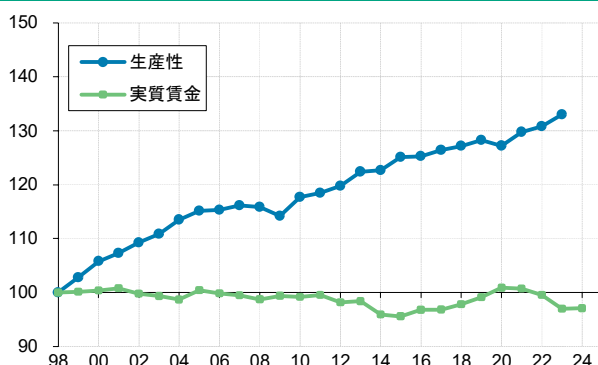
こうした筆者の分析と共に、今回の参議院選挙での連立与党の大敗を予測していたのは、社会階級論の第一人者である社会学者の橋本健二である。『新しい階級社会 最新データが明かす格差拡大の果て>』（講談社現代新書）では、三大都市圏での調査を基に、日本の階級社会の変容を炙り出していた。

橋本の語法を用いると、資本主義社会では、企業経営に携わる「資本家階級」と彼らに雇われる「労働者階級」に分かれるが、その間に、二つの中間階級が存在する。一つは大企業を中心に、労働者階級の上位に位置する管理職や専門職などの「新中間階級」であり、もう一つは自営業者など独立した「旧中間階級」である。さらに、近年、労働者階級は「正規労働者階級」と非正規雇用など最下層の「アンダークラス」に二極化している。橋本は、「資本家階級」、「旧中間階級」、「新中間階級」、「正規労働者階級」、「アンダークラス」の5つに分けて、日本社会を分析している。

再生産されないアンダークラス

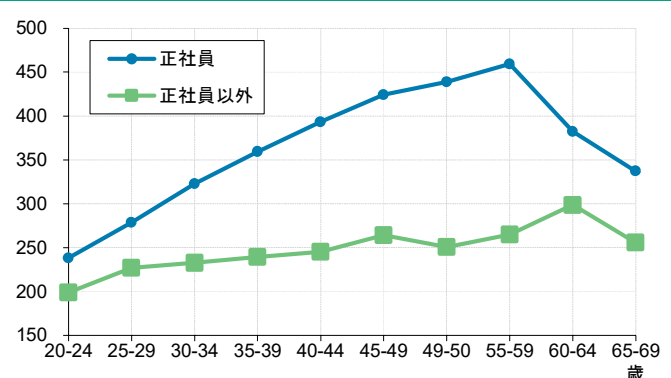
多くの研究と同様、格差の固定化の進展を明らかにしているが、「アンダークラス」は賃金水準が極めて低く、その結果、未婚も多く、子どもを持つことができない。つまり、「階級の再生産」すら困難になっている。社会の多様化で、結婚しない生き方、子どもを持たない生き方が一つのライフスタイルとして広く認知されるようになった結果、そこに企業が付けこみ、家族を形成することができない低賃金労働が社会的に許容されるようになったと舌鋒鋭い指摘を行っている。

図1: 日本の生産性と実質賃金
(暦年、1998年=100、時間当たり)



(出所) 総務省、厚生労働省、内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

図2: 男性の賃金カーブ
(2024年、所定内給与、千円)



(出所) 厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成



橋本は、「アンダークラス」を「新しい階級社会」のブラックホールと呼び、再生産されないため、他の階級の人々が「アンダークラス」に転がり落ちている、としているが、どのような属性の人が転落しやすいのかオッズ分析も行っている。

このように、「アンダークラス」は、ただでさえ苦しい状況にあったが、そこにコロナ禍が直撃し、同じくサービス部門に従事することが多い自営業者ら「旧中間階級」と共に、所得が大きく減少し、困窮を余儀なくされたことを明らかにしている。筆者の分析と同様、昨年の衆院選と今年の参院選で自公与党が大敗したのは、単に足元の円安インフレだけが原因ではなかったことを示唆している。これが、「給付や減税」といった対症療法では、有効な対策とならない理由の一つでもある。

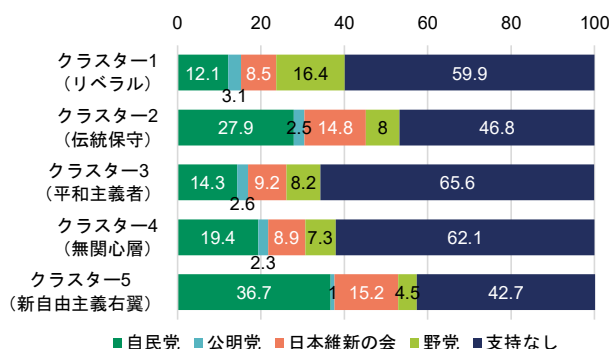
新自由主義的右翼と伝統的保守の自民離れ

橋本の著作の白眉は、クラスター分析によって、人々の政治意識の類型化を行った第八章「格差をめぐる対立の構図と日本の未来」である。かつて自民党の支持基盤には、再分配にも寛容な「伝統的保守」が中核を占めていたとされる。現在もそれが中核であること変わりはないが、2012年の政権奪還後、安倍晋三率いる自民党は、左派の民主党に対抗するため、右旋回し、その際、再分配に否定的な「新自由主義的右翼」も取り込んだ。

この新自由主義的右翼が、昨年の衆院選挙で参政党や保守党の支持に回ったという仮説を橋本は示しているが、今回の参院選でそれが証明されたということだろうか。ただ、参政党はオーガニックやスピリチュアリズムも訴え、リベラル派も取り込んでいるから、この主張がより当てはまるのは、保守党というべきかもしれない。この他、橋本のクラスター分析は、国民民主党の躍進が、伝統的保守の一部が自民党から流出したことも示唆していると思われる。今回の自民党総裁選で、各候補の主張が近づいているのは、伝統的保守、新自由主義的右翼のいずれにもアピールする必要があるからなのだろう。

因みに、本書の分析によれば、意外なことに日本の最大勢力は再分配に寛容なリベラル派であることが示されている。社会哲学者の橋本努らの研究でも同様の分析結果が得られているが、与野党ともに既存政党はそうした有権者を取り込めていない。再分配に寛容なリベラル派の圧倒的多数は無党派層となっている。冒頭

図 3:5 つのクラスターの政治意識と支持政党～支持政党
(2022 年、%)



(出所) 橋本健二著『新しい階級社会』p.299 より、BNP パリバ証券作成

図 4:5 つのクラスターの特徴
(2022 年)

	リベラル	伝統保守	平和主義者	無関心層	新自由主義右翼
a 貧困になったのは努力しなかったからだ	17.3%	29.6%	25.3%	20.0%	48.3%
b チャンスが平等に与えられるなら、競争で貧富の差がついても仕方がない	39.5%	57.2%	44.2%	38.8%	73.1%
c 今後、日本で格差が広がってもかまわない	8.6%	19.8%	15.4%	19.1%	36.5%
d 日本は原子力発電所をゼロにすべきだ	35.3%	18.0%	18.6%	10.3%	9.3%
e 戦争は人間の本能によるものだから、なくすことはできない	18.6%	37.7%	15.9%	18.2%	41.0%
f 同性愛は好ましいことではない	7.2%	16.2%	5.8%	5.7%	20.3%

(出所) 橋本健二著『新しい階級社会』p.302 より、BNP パリバ証券作成

で述べたように、連立の枠組みを拡大しても、再び与党が過半を割るリスクがあるというのは、そうした無党派層を取り込む見込みが立っていないと考えられるためである。

財政ポピュリズムの躍進

最後に、日本の政治の先行きを考える上で、無視し得ない「財政ポピュリズム」について論じる。ここで筆者が財政ポピュリズムと呼んでいるのは、具体的には、消費減税論であるとか、ザイム真理教論のことである。『世界経済の死角』で筆者は、それが「日本版ディープステートの陰謀論」であり、日本版ポピュリズムであると位置づけた。ポピュリズムを大衆迎合主義と解説する人もいるが、筆者自身は、社会エリートに対抗する人民主義運動と位置付けている。

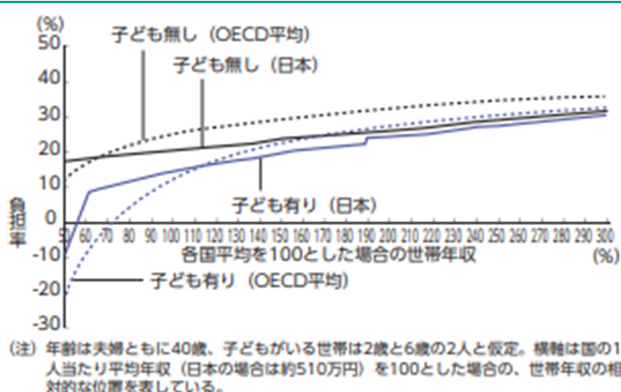
日本経済が完全雇用に近い中で、拡張財政を繰り返せば、インフレが加速するだけであって、最も所得水準の低い人がダメージを被るから、非合理的な主張だと捉える読者も多いだろう。筆者もそう思う。ただ、フランスの黄色いベスト運動のスローガンの一つであった「エリートたちは世界の終わりを語るが、私たちは月末を語る」という言葉を思い出す必要もあるだろう。日々の生活のやりくりで、来月以降のインフレの問題どころではない、ということである。

左派と右派のポピュリズム

また、右派ポピュリズムと左派ポピュリズムの違いについても考えておく必要があるだろう。経済学者のダニ・ロドリックが早い段階で整理していた通り、右派ポピュリズムは、社会保障制度が充実した欧州などの先進国で出現し、不満の矛先は移民や外国人に向かった。移民や外国人が増えれば、社会保障制度がパンクしかねず、自分たちの負担が増え、給付が減るというわけである。一方、左派ポピュリズムは、社会保障制度が元々脆弱で、所得格差が大きく、経済的な弱者のサポートが十分ではないラテンアメリカなどグローバルサウスの国々で現れ、不満の矛先は、緊縮財政を強いる財務当局や市場改革を要請する IMF や WTO などの国際機関に向かった。

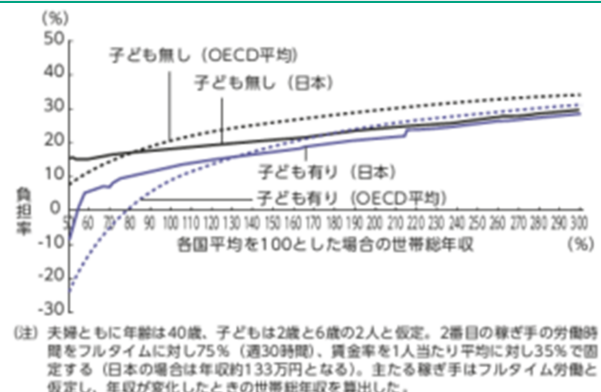
欧州で右派ポピュリズムが観測されるのは、オーストリアやスイス、オランダ、ドイツ、フランスなどの比較的豊かな国々であり、左派ポピュリズムが観測されるのは、ギリシャやポルトガル、スペイン、イタリアなど、どちらかと言えば豊かではない国々である。

図 5: 片働き世帯の年収と負担率の関係
(OECD 平均と日本、2021 年)



(出所) NIRA 総研『NIRA オピニオンペーパー no.65/2023 May』

図 6: 共働き世帯の総年収と負担率の関係
(OECD 平均と日本、2021 年)



(出所) NIRA 総研『NIRA オピニオンペーパー no.65/2023 May』

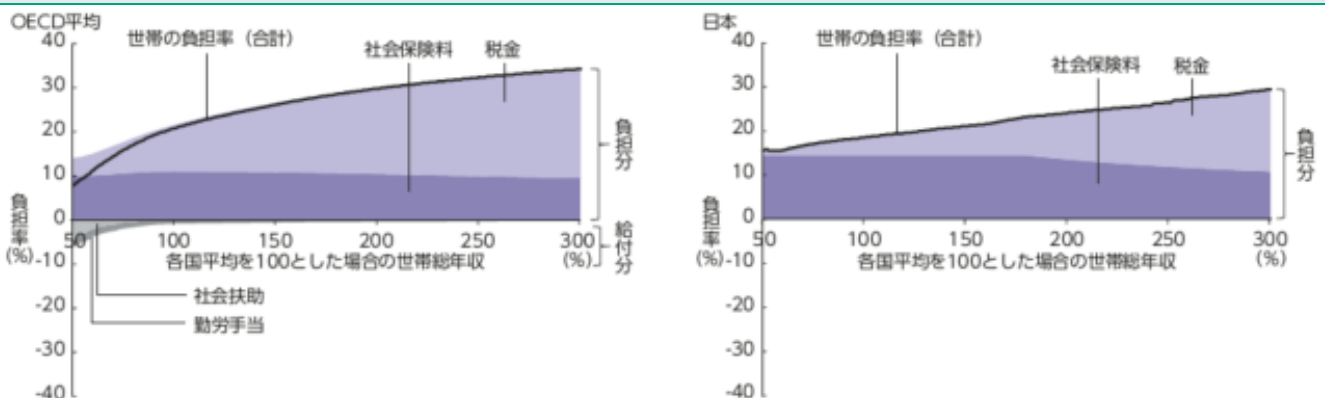
日本のポピュリズムは、左右両方の要素が見られるわけだが、これは何を意味しているのだろうか。一言でいえば、日本は先進国であり、社会保障制度が整備されているとは言うものの、よく言って「中福祉」であり（「低負担」なのだから仕方がない）、欧州の北の国々のように、低所得層や子育て世代には必ずしも寛容ではない、ということが影響しているのだろう。また、冒頭に述べたように、経済社会の変化に伴って家計が直面する新たなリスクに全く対応できていない、ともいえる。だから、そうした問題にフォーカスを当てた国民民主党や参政党が躍進しているのかもしれない。

低所得世帯と子どもあり世帯に厳しい日本

実際、日本は、所得階層が低い世帯、特に子どもがいる世帯では、OECD 平均に比べると、相対的に負担率が高い。2010 年代に消費税が 5%から 10%に引き上げられた際、所得が低い階層においては、消費税負担が高まったが、一方で、追加的な恩恵がさほど増えたわけではなかった。自公政党が、児童手当を拡充したのは、そうした問題を認識していたからでもある。この問題について、エコノミストの翁百合が論点を分かりやすく整理しているため、以下、簡単に紹介する。

- 片働き世帯については、OECD 平均で、子どもあり世帯の方が、子どもなしの世帯より負担率はかなり低い（14～25 ポイント）、日本ではその差が 7～11 ポイントに留まり、子どもあり世帯の負担は、特に年収が低い世帯で相

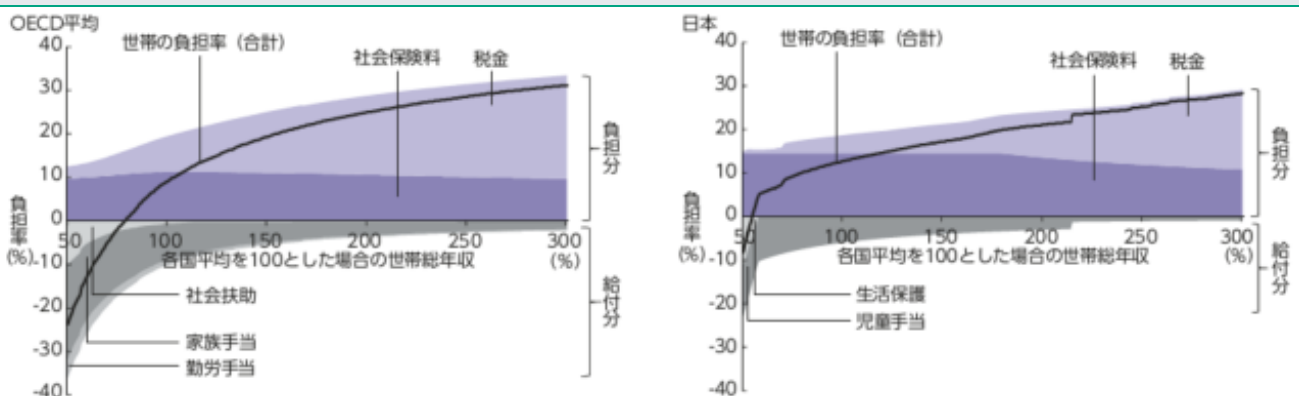
図 7: 共働き・子どもなし世帯の総年収と負担率の構成(OECD 平均と日本、2021 年)



(注) 上図は、図 6 の青色の点線(OECD)と実線(日本)の負担率を、税と社会保険料に分解したものである。日本の生活保護の対象は、世界年収の 43%水準までとなるため、グラフには表れない。

(出所) NIRA 総研『NIRA オピニオンペーパー no.65/2023 May』

図 8: 共働き・子どもあり世帯の総年収と負担率の内訳(OECD 平均と日本、2021 年)



(注) 上図は、図 6 の青色の点線(OECD)と実線(日本)の負担率を、税と社会保険料、各種手当に分解したものである。

(出所) NIRA 総研『NIRA オピニオンペーパー no.65/2023 May』



対的に高い。子どもあり世帯の負担は、低所得層を除いて、OECD 平均と同程度だが、子どもなし世帯の負担が OECD 平均と比べて低いため、低所得の子どもあり世帯の支援が相対的に不足している。また、子どもなし世帯についても、最も所得が低い階層については、OECD 平均に比べて負担は大きい。

- 共働き世帯については、OECD 平均では、子どもあり世帯への支援は手厚く、社会扶助と諸手当で負担が軽減されている。日本は子どもあり世帯全体としては同水準だが、平均年収以下の世帯では、負担率が OECD 平均を大きく上回っており、低所得層の共働き世帯で、特に手当が十分に機能していない。また、子どもなし世帯でも、最も所得が低い階層については、OECD 平均に比べて負担は重い。
- 負担構造を見ると、OECD は税負担が高く、社会保険料の比率が相対的に低い。日本は税負担が低く、社会保険料の比率が、特に低所得層で高い。子どもの有無で税・社会保険料の構成は変わらないが、相対的に社会保険料が子ども世帯の実質的な負担を押し上げている。
- 家族手当などについてみると、OECD 諸国は手当が広範に支給され、所得が平均の 2~3 倍でも一定額が支給されるケースが多い。日本の児童手当は支給対象が低所得層中心だが、支給額が OECD 平均に比べて低く、税・保険料の負担が十分相殺できていない。

政治の液状化は続くのか

翁の論文は、日本の課題が、低所得の子どもあり世帯の負担率が高いこと、また、社会保険料のウエイトが相対的に高く、かつ相対的に保険料の上限が低いため、逆進性が強く、低所得層にとって重い負担になっていることを示している。対応策として、低所得層や、子育て世帯への社会保険料の軽減や、累進的税制強化を財源とした、それらの世帯への税負担の軽減などが考えられるだろう。

先ほども触れたが、参議院選挙では、「給付か減税か」が論じられた。しかし、本当に必要なのは、まず、企業が生産性向上に応じて実質賃金を引き上げると共に、政府の役割としては、これまで放置されてきた社会保障のアップグレードであり、それらについて、論戦を交わすべきであった。

自民党総裁選では、候補者から「給付つき税額控除」の導入という主張が発表されるようになったが、本来は、2010 年代の消費増税の際に、若年の低中所得世帯や子育て世帯の負担を軽減するために導入すべきだったのである。社会保障のアップグレードを怠ったままでは、拡張財政を繰り返しても、物価上昇圧力が増すばかりであり、有権者の怒りは収束せず、政治の液状化は止まらない。



<参考文献>

- 翁百合『子育て世帯の負担と給付の公正性は確保されているか』NIRA オピニオンペーパー no.65 / 2023 May
- 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『グローバルインフレーションの深層』慶應義塾大学出版会 2023 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、唐鎌大輔『世界経済の死角』幻冬舎 2025 年
- 橋本健二『新しい階級社会 最新データが明かす<格差拡大の果て>』講談社 2025 年
- 橋本努、金澤悠介『新しいリベラル 大規模調査から見てきた「隠れた多数派」』筑摩書房 2025 年
- Dani Rodrik, “Populism and the Economics of Globalization” NBER WORKING PAPER SERIES 23559, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH June 2017, Revised July 2017 <http://www.nber.org/papers/w23559>



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.