

夏休みの推薦図書

WEEKLY ECONOMIC REPORT

30 JULY 2026 (NO. 1139)

河野 龍太郎

チーフエコノミスト

OUR KEY VIEWS

- 今回の Weekly Economic Report のトピックは、恒例の夏休みの推薦図書です。私のレポートの中で、もっとも幅広い層に読まれているのが、年三回配信するこの推薦図書のようなので（笑）。ゴールデンウィーク以降に読んだものの中から、6冊ご紹介します。

『【新訳】大転換 市場社会の形成と崩壊』カール・ポラニー著 野口建彦・栖原学訳 東洋経済新報社

政治学者の E・H・カーは、第一次世界大戦直後の 1919 年から第二次世界大戦が勃発した 1939 年までの大混乱期を『危機の 20 年』と呼びました。翻って現代。2025 年 4 月の相互関税、2026 年 1 月のベネズエラ侵攻、2 月末の中東危機を見れば、米国が国際秩序や国際経済の安定を担う覇権国の座を放棄したのは明白だと思われます。再び危機の時代が到来したのでしょうか。我々は 100 年前の教訓をすっかり忘れて、「埋め込まれた自由主義」を解体したようです。以下は、2026 年 5 月 16 日号、23 日号の週刊東洋経済「名著は知っている」への寄稿を修正・加筆したものです。

.....

【上編】自由主義は国際危機の元凶か×『大転換』

政治学者の E・H・カーは、第 1 次世界大戦直後の 1919 年から第 2 次大戦が勃発した 1939 年までの混乱期を「危機の 20 年」と呼んだ。

同時期に生きた経済社会学者のカール・ポラニー（カール・ポランニー）は、1920 年代までの経済的自由主義（今で言う新自由主義）が、1930 年代以降の社会経済の崩落とファシズムの台頭、そして第 2 次世界大戦を招いたと分析した。今再び、危機が繰り返されるのか。

本書は、「市場経済」を人間社会の自然秩序と見なす経済的自由主義の考えを根底から覆した古典である。核心は、市場経済は決して自生的に生成されたものではなく、あくまで国家が制度的に作ったという歴史認識にある。それゆえ、適切な制度的な支えがなければ、「市場経済」は機能しない。

とりわけ、「労働、土地、貨幣」という本来は商品ではなかったはずのものを「商品」として扱うようになったことが、近代資本主義の出発点にある。ポラニーはその 3 つを「商品擬制（fictitious commodities）」と呼び、市場経済が 3 つを全面的に取り込もうとする運動と、それに抵抗して社会が自己防衛を試みる運動が常にぶつかり合うと論じた。

いわゆる「二重運動」論だが、20 世紀前半の 2 度の世界大戦と世界大恐慌を理解する上で重要だという。市場経済の過度な拡張は、単なる効率性の問題にとどまらず、社会や民主制そのものの存立基盤を揺るがす。

第一次大戦からの復興期において、金本位制がもたらす社会の緊張が極限に達し、経済と政治は危機に陥った。1920 年代のハイパー・グローバリゼーションの下で通貨安定という市場規律が最優先され、先進各国は緊縮策を余儀なくされた。そうした中、国内の雇用が犠牲にされたことで政治的不安定性が極まったのだ。

この点を主流派経済学の立場から説得的に論じたのが、バリー・アイケングリーンの『金の足かせ』である。同書は、金本位制が金融政策を拘束し、不況下での緊縮を招いた結果、世界大恐慌が深刻化したことを実証した。金本位制を早期に離脱した国ほど景気の立ち直りが早かったという事実は、金本位制の制約の強さを物語る。

しかしその実証分析は、より大きな文脈の中に位置づけられるべきだろう。アイケングリーンが明らかにしたのは、なぜ各国が適切なマクロ安定化政策を採用できなかったのかという制度的制約である。

対してポラニーは、社会の一領域にすぎなかった市場経済が、「社会を従属させるもの」と考えられるようになったことの誤りを問うた。1930年代の世界大恐慌は、政策の連続した誤謬だけでなく、市場経済が社会全体を飲み込もうとした際に生じる必然的帰結でもあった。

さらに本書は、市場経済が自律的に調整をもたらすという考えに、根源的疑問を投げかける。不完全な知識の下でも、分散した情報を価格メカニズムが伝達し、自生的秩序を生むという考えは、フリードリヒ・ハイエクが理論化した。冷戦終結後の現代において、このハイエクの見方はより強い影響力を持つようになった。しかしポラニーが論じたのは、市場は国家の創作物であり、市場規律を優先するほど、社会に緊張が走り、危機を増幅するという事実だった。

ハイエクの新自由主義が、現代の国際政治危機や経済危機の元凶なのだろうか。

心に残る名フレーズ

.....緊張はその市場という領域から発生した。緊張はそこから政治の領域へと広がり、かくして社会全体を包み込んだ。（中略）金本位制が消滅したとき、ついに国内の緊張が解き放たれた。（中略）世界経済が崩壊したとき、市場文明そのものもその崩壊の波に飲み込まれたのである。

【下編】経済優先がファシズムを招く×『大転換』

第2次世界大戦後はブレトンウッズ体制の下、資本移動が制限され、各国は完全雇用や所得分配を最重視する政策を採用した。自由化やグローバル化は、各国の社会契約を侵食しない範囲で進められ、国際政治と国内政治の均衡は制度的に担保されていた。この構造を政治学者のジョン・ラギーは「埋め込まれた自由主義」と呼んだ。

ここで、重要なのは、戦後体制が自由化やグローバル化を否定せず、社会の内部に位置づけし直したことだ。市場機能を維持しつつも、資本規制や為替管理、社会保障など社会の安定化装置を配することで、自由化・国際化の破壊力を封じ込めた。こうして戦後の先進国は、安定した経済成長と均斉の取れた所得分配を実現した。

しかし1970年代後半、まずアメリカが新自由主義に舵を切り、市場経済を解き放つ。それまでのステークホルダー型企業経営から、株主重視の企業経営に転換した。冷戦終結以降、米国は各国で同様の政策を推進したが、それが1990年代以降のグローバル化の本質だったのだ。資本移動の自由化と規制撤廃は国際経済を活性化したが、一方で株主至上主義の企業経営が、各国の所得分配を歪め、民主制や社会の安定を掘り崩している。

以来、世界では市場経済が最優先されてきたが、現在の国際政治・経済の姿は、第1次世界大戦の後の1920年代以降と不気味なほど似通っているように思える。

1920年代の先進各国は自由貿易と金本位制への復帰を通じ、経済再建を試みた。しかしそれは、市場経済の規律を最優先し、国内の雇用の安定や所得分配を犠牲にする経済自由主義的な政策だった。その結果、1929年のアメリカの大恐慌をきっかけとして10年に及ぶ世界大恐慌が訪れ、ファシズムの台頭と第2次大戦をもたらした。

翻って現代。冷戦終結後もまた、市場経済の効率性と自己調整能力への信頼に支えられた新自由主義的政策が遂行された。各国で社会契約は反故にされ、経済格差が広がった。2007年以降のグローバル金融危機を契機に有権者の怒りは爆発、2010年代は各国で政治が不安定化し、アンチ・エスタブリッシュメント運動と脱グローバル化が始まった。これは、1930年代と同様の動きではないか。

民主的な意思決定や社会的包摂を軽視し、経済合理性ばかりを優先すれば、より急進的な政治勢力を呼び込むおそれがある。1930年代に、米国は経済効率性から一歩距離を置き、フランクリン・D・ルーズベルト大統領の下で、社会民主主義的なニューディール政策を採ったことが、戦後の経済成長につながった。一方、第1次大戦の賠償問題を抱えたドイツでは、民主制や個人の自由を蔑ろにする経済優先の論理が、ファシズムを招き入れた。

ここで改めて問うべきは、市場経済が自律的均衡をもたらすという前提そのものだろう。分散された情報を価格メカニズムが伝達し、効率的な調整をもたらすというハイエクの洞察を、われわれはすでに内面化している。しかし、歴史が示すのは、経済人は時として、経済を優先するあまり民主制や個人の自由を犠牲にする政治体制と結託しかねない、ということだ。

ボラニーの警告に今こそ耳を傾けるべきだろう。

心に残る名フレーズ

自己調整的市場という考えはまったくのユートピアであったということ、これがわれわれの主張する命題である。このような制度は、社会の人間の実在と自然的実在を壊滅させることなしには、一瞬たりとも存在しえないであろう。
(中略) やむをえず、社会はみずからを保護するための手段をとった。

『日本——没落か再生か 時代精神とアニマルスピリッツ』吉川洋著 新潮社

少子化とイノベーション不足は、別々の問題ではありません。どちらも「未来を生み出す力」が社会から失われつつあることの表れです。シュンペーターのイノベーション論には、生命の飛躍や内面から湧き出る変化など、哲学者アンリ・ベルクソンの「創造的進化」論の影響があるとされますが、それだけではありません。既存秩序を破壊し、新たな結合を打ち立てるアントレプレナー像には、ニーチェ的な既存価値の破壊者の思想が流れ込んでいます。

若き日のニーチェは、『悲劇の誕生』で古代ギリシャ悲劇を論じる際、ディオニソス的なものと、アポロン的なものがあると解説しました。ディオニソスはローマ神話でいうところの荒ぶるバッカス神であり、陶酔こそがその本質です。一方のアポロン神は明晰で理知的な神です。

ギリシャ悲劇は、元々はディオニソス的なものとして誕生しましたが、時代が経つにつれ、理知的なアポロンのものへと変わっていき、ソクラテスやプラトンの時代にはそれが極まり、悲劇本来の生命力は失われていきました。古代ギリシャ悲劇のそもそもの活力はディオニソス的なものであり、シュンペーターが論じたイノベーションの本質は、このディオニソス的なものです。ビジネススクールで学ぶような理知的な企業経営者からは真のイノベーションは生まれにくく、それを可能とするのは、狂気じみた経営者ということでしょうか。

さて、紀元前 2 世紀の哲学者のポリビオスは、豊かさの中で人々が子どもを産まなくなっていたことを憂っていました。少子化問題は古代ギリシャ時代からの問題だったのです。そして 100 年前のヨーロッパ大陸でも、少子化が大きな問題になっていました。シュンペーターは、『資本主義、社会主義、民主主義』において、驚くべきことに、イノベーションの退潮の証左が少子化だと述べ、豊かな国々におけるブルジョア階級を中心とした少子化の進行こそが、最も雄弁にイノベーションの退潮を物語っていると指摘しました。日本の少子化問題とイノベーション不足問題が表裏一体であることを論じた興味深い一冊です。以下は、2026 年 6 月 4 日号の週刊新潮への寄稿を修正・加筆したものです。

.....

本書は、マクロ経済学の碩学が、「時代精神」をキーワードに、日本の 30 年の停滞と再生の道筋を論じた文明論である。

戦後、高度成長が始まる前の日本社会が見做ったのは、社会民主主義的な米国の姿だった。フランクリン・D・ローズベルト大統領のニューディール政策の下、平等で豊かな社会が始まっていた。企業経営も株主至上主義が支配的原理ではなく、従業員や地域社会の利益にも十分配慮されていた。

1970 年代半ばに、その米国の時代精神が大きく変わってしまった。日本などの追い上げを背景に、脱工業化で良好な仕事を失った白人労働者は、1960 年代の公民権運動後の人種統合に強く反発し、自助自立を重視して、社会民主主義路線を否定し始めたのだ。株主至上主義への移行も、日本との貿易摩擦が激化し始めた 1970 年代半ばからだ。現在、トランプ大統領は関税を導入し、グローバル公共財の供給を絞りを絞っているが、MAGA 運動の兆しは、早くもニクソン時代から見られ始めていた。

日本に目を向けると、欧米を手本とする近代化の時代が限界に達し、文化重視の時代に移る必要を大平正芳首相が説いたのは 1970 年代末だった。しかし、その頃から日本の時代精神も変容し、財テクなど志なき金儲けに走る経営者が増え、気がつくとも日本はバブルにまみれていた。

評者も日本の暗転を政府の政策運営の誤りだけでなく、大企業経営の変節にあると長く考えてきた。本書は戦後の日本を牽引した「戦中派」の退場によって、1980 年代に日本の時代精神が変質した点を重視する。

つまり大戦で生き残った「戦中派」が、豊かなアメリカンライフを荒廃した日本に届けようと奮闘したのが高度成長期だったのだ。気概を持たぬその後の世代の経営者は、合理的な利得計算のみで、リスクを取らなくなったから、成長が止まった。

ニーチェは、芸術や人の生について、理知的で秩序的なアポロンの側面と、飛躍を伴う情熱的、衝動的なディオニソスの側面があると論じた。後者はシュンペーターのいうイノベーションの本質、或いは、ケインズのいうアニマル・スピリットの本質と同じだが、それはアポロンのでリスクの計測可能な投資からは生まれてこない。

合理的な利得計算を前提とする主流派経済学にも警鐘を鳴らす。深刻な少子化問題も、国民が合理的計算の下で生活するようになった影響が大きく、その解決はイノベーションを生み出す時代精神の復活と表裏一体という。合理的な利得計算を前提に政策を策定しても、イノベーションは復活せず、出生率の回復も容易ではないということか。

静謐だが楽観的意思が本書の底流にある。明治維新後と終戦後に高成長が訪れたのは、大混乱の中で、階級や階層を超えて優秀な人材が日本全国から広く発掘されたからだろう。既存秩序が崩壊し始めた今、異なる出自の新たなリーダーが登場することで、再生をもたらす時代精神が生まれるのではないか。

『世界大恐慌とリーマンショック』バリー・アイケングリーン著、小浜裕久監訳 浅沼信爾解題 勁草書房

グローバル金融危機（リーマンショック）が 1930 年代型の世界大恐慌へ発展せずに済んだ理由の一つは、当時の米国の政策当局者が、1930 年代の大恐慌を深く研究していたことがありました。ベン・バーナンキ FRB 議長は、大恐慌研究の世界的な第一人者でした。また、オバマ政権の CEA 委員長だったクリスティーナ・ローマーも 1930 年代の大恐慌研究の代表的な経済史家でした。ただ、1930 年代の大恐慌の再来は回避できましたが、その成功ゆえに、政策の巻き戻しが早く行われ、その後の景気回復も緩慢となり、必要な改革も棚上げされ、結局、1930 年代と同様に、欧米の政治や国際秩序が不安定化している、という点は十分に認識されていません。以下は、2026 年 6 月 13 日号の週刊東洋経済への寄稿を修正・加筆したものです。

.....

国際金融史の泰斗が、1930 年代の世界大恐慌と 2008 年以降のグローバル金融危機を比較した。原著刊行は 2015 年で、待望の訳書の出版だ。

本書は単に「歴史が繰り返す」ことを示すだけではない。歴史の教訓が大恐慌回避につながりながら、その成功ゆえに別の誤算を生むという複雑な構図である。実際、2008 年危機の政策当局者たちは、1930 年代の失敗を詳しく分析していた。

象徴は当時 FRB 議長だったベン・バーナンキだ。大恐慌研究の第一人者であり、中央銀行が金融危機を放置すれば、信用収縮が実体経済を破壊することを熟知していた。だからこそ、リーマン危機後に、FRB は大規模な流動性供給に踏み切り、政府も金融機関救済や財政拡張を進めた。

それゆえ、1930 年代型の失敗は回避された。だが、そもそも危機の姿は変わっていた。2008 年危機の震源は、預金を集める伝統的な銀行ではなく、金融市場で短期資金を調達し、証券化商品に投資するノンバンクだった。過去を学んでも、金融革新によって姿を変えた新たな脆弱性を未然に封じることができなかった。政策当局者は、ノンバンクの問題をギリギリまで把握できていなかった。

さらに危機は米国に留まらなかった。1930 年代と同様、2008 年危機も欧州に飛び火した。国際流動性不足が 1930 年代の欧州危機を助長した理由だったから、「グローバルな最後の貸し手」として、FRB は各国中央銀行を通じてドルを供給した。ただ、欧州は共通通貨ユーロを導入していたため、各国が独自に金融政策を動かし、通貨を減価させる余地がなかった当時の金本位制と現在の統一通貨は、危機時に政策の選択幅を狭める点で同様に作用した。

本書の読みどころは、危機対応の成功が、その後の停滞につながった可能性があるとする点だろう。2008 年危機は大恐慌ほど悪化しなかったため、政治家がすぐに慢心し大規模な政策への批判を強めるようになった。緊縮論が復活し、景気刺激を早々に巻き戻した結果、その後の景気回復は脆弱だった。金融規制改革も将来の危機を防ぐには不十分に終わった可能性がある。大恐慌の再来を避けたことが、危機の本質を徹底的に問い直す機会を狭めたのだ。

興味深いのは、原著刊行後、世界がむしろ 1930 年代に似た様相を強めていることだ。大恐慌は封じたが、経済格差や金融救済を巡る不満が募り、既存エリートへの反発や脱グローバル化が始まった。金融危機が政治危機へ転嫁され、国際協調の瓦解と共に、弱肉強食の国際秩序が浮かび上がる光景は驚くほど似通う。世界は大恐慌再来を回避したが、1930 年代の教訓を乗り越えたわけではなかったのだ。

『人新世の「黙示録」』斎藤幸平著 集英社

2022 年の拙著『成長の臨界』では、デジタル封建主義の到来で、我々がプラットフォームに収奪されていることを論じました。我々は、タダだと喜んで、検索サービスもメールサービス、SNS も使っていますが、気がついてみれば、プラットフォームなしでは生活できなくなりました。また、我々が提供する情報はビックデータとなり、彼らにタダで利用されています。ユヴァル・ノア・ハラリも論じていましたが、医者や弁護士が、診療代や弁護士料はタダで良いから、あなたの個人情報を勝手に使いますといった商売は許されないのですが、プラットフォームには許されてきたのが間違いだったのです。タダのサービスと言うのは、結局、利用者自身が商品化されていたということです。5 月にマルクス主義者の斎藤幸平氏と対談をしたら、妙に意見の一致がありました。『人新世の「黙示録」』のご執筆の際、拙著『成長の臨界』の第 7 章も参考にして下さったという話でした。以下は、2026 年 6 月 23 日号の週刊金融財政事情への寄稿を修正・加筆したものです。

.....

GAFAM に代表される巨大プラットフォームは、もはや単に便利なサービスの提供者ではない。検索や SNS、買い物、金融決済に至るまで、われわれの生活基盤に深く入り込む。無料サービスのつもりでも、われわれは自らの行動履歴や好み、限られた時間と関心を知らぬうちに差し出している。問題はそれらが社会全体の豊かさではなく、一部の人の利益となることだ。

AI もその延長線上にある。イノベーションは本来、生活を豊かにする可能性を持つが、現在の制度下では雇用を不安定にし、所得や富、権力を一部に集中させる。経済思想家である著者は、市場が効率的に資源を配分し、社会全体の厚生を高めるという市場信奉論を批判する。

この「ハイエクの呪縛」は、冷戦終結後の世界を支配する。ただ、市場が解決できるのは、貨幣価値で測れるものだけだ。ケアや共同体、自然環境、民主制、将来世代への責任といった価値は、貨幣で測れない。市場主義を放置すれば人々の不満は蓄積し、やがて権威主義や排外主義に絡めとられる。本書が「ファシズムの危機」を語る理由もそこにある。

この問題は、マルクスだけでなく、経社会学者のポランニーの視点からも解けるのではないだろうか。市場が自己増殖し社会をのみ込もうとすれば、社会は反発し政治的緊張が高まる。必要なのは市場を社会や民主制の中に埋め込むことだ。

本書で用いられる「プロレタリア独裁」や「暗黒社会主義」といった言葉は、急進的に響く。身構える読者も多いだろう。だが、本書を単なる急進主義の書と読むべきではない。強い言葉は、テック寡頭資本家が語る「暗黒啓蒙」などの言葉に対抗して、人々の想像力を市場万能の外に押し出すための戦略だろう。

ただ、制度を一気に作り替えようとすれば、混乱を生み、反動を招く恐れもある。必要なのは、本書の問題意識を受け止め、漸進的な改革を始めることだ。

株主利益の最大化に偏った企業投資を見直し、従業員や地域社会、将来世代への責任を企業経営に埋め込む。教育や医療、介護、データ、知識、自然などを単なる商品として扱わない。AI をコストカットの道具ではなく、人々の生活の質を高める公共インフラとして再設計する。

成長か脱成長かの単純な問いではない。どのような成長なら人を豊かにするのか。どのような消費なら自然や共同体を壊さず、生活の質を高めるのか。その問いに答えられる制度へと資本主義を変革できるか。本書の警告を受け止めなければ、われわれは民主制や個人の自由を失うことになる。

『格差の国の経済学 経済学者は世界をどう破壊し、もとに戻すために、毎日何をしているのか』アンガス・ディートン著、江口泰子訳 みすず書房

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まったく改善していません。この 10 年あまり、私は、株主至上主義の企業経営が日本経済の大きな桎梏となっており、生み出された付加価値を、株主と従業員が適切に分け合う社会慣行の復活が喫緊の課題と強調してきました。ただ、日本の主流派経済学者と話をすると、事後的に困窮する家計に再分配すれば問題は解決すると考える人が今でも多数派のようです。私は、一次所得分配の歪みに経済学はもっと目を向けるべきだと考えますが、ようやく同意見に出会うことができました。以下は、2026 年 7 月 4 日号の週刊東洋経済への寄稿を修正・加筆したものです。

.....

アンガス・ディートンは 2013 年出版の『大脱出』で、人類が貧困や病、短命から抜け出す過程を描いた。ただ、脱出はつねに不平等を伴う。先に脱出した者と取り残される者が生まれるからだ。日本でも話題となった 2020 年出版の『絶望死のアメリカ』（妻アン・ケースとの共著）では、取り残された人々の苦痛が薬物やアルコールへの依存、自殺、寿命低下として噴き出すアメリカを分析した。

本書は、格差を分析対象としつつ、経済学が何を見落としてきたかを問う。

2015 年に「消費、貧困、福祉に関する分析」でノーベル経済学賞を受賞した著者は、スコットランドに生まれ、イングランドで学び、米国で研究を重ねた。家族で初めて大学に進んだ著者にとって、教育は単なる人的資本の獲得だけでなく、階層を超えるための経路でもあった。本書には、主流派経済学の内部深くに身を置く研究者の視線と、移民としてアメリカ社会を眺める者の違和感が同居する。

米国は最も豊かな国の 1 つだ。だが、高等教育重視の社会からこぼれ落ち、家族を失って地域社会からも切り離され、高騰する医療費の支払いに苦しみ、将来への希望を失う人が増えている。市場経済は富を生み出したが、その富で人々を社会に包摂することには成功していない。

経済学は、価格メカニズム、効率性、インセンティブを分析する強力なツールを発展させてきた。しかし、その成功の陰で、人間の尊厳や健康、共同体、絶望といったものを十分に捉えることはできていない。著者は経済学者に、人間の生活を扱う学問に回帰せよと訴える。

日本では、労働者階層の薬物死の増加や寿命低下が観測されるわけではない。ただ、生産性が上がっても実質賃金が長期にわたって低迷し、現役世代の低所得世帯の社会保障負担が著しく増して、結婚や子供を持つことが困難になるなど、社会の痛みは別の形で強く表れている。

主流派経済学は、成長の後に、困窮する家計に再分配すれば問題は解決すると教えてきた。他方で評者は近年、一次所得分配の歪み、とくに企業が儲けても実質賃金が増えず株主利益ばかりが増えているのが、日本の真の課題だと考えてきた。「税や所得移転の前に、市場において所得分配を決定するメカニズムについて、もっと考える必要がある」という本書に、強く同意する。

市場メカニズムは重要だ。しかし成長や効率だけでは、人々は将来への信頼を取り戻せないのではないか。

『通貨に信用を刻印する セントラルバンカーの 10 の提言』 白川方明著 日本経済新聞出版

超過準備に付利を付け始めたことで、中央銀行は、いくらでもバランスシートを膨らませることが理論上、可能になりました。パンドラの箱を開けてしまったのです。大量の長期国債の購入が可能になった結果、長期金利を名目成長率よりも低い水準まで引き下げることが可能となり、そのことは、（動学的に非効率な状況をもたらし）資産価格を大きく上昇させています。また、低利で大量に借り入れ、レバレッジで資本収益率を高める経済主体も増えました。その結果、一部の人に恩恵が集中し、所得分配も歪めました。

近年の非伝統的金融政策が経済格差拡大を助長したのは間違いありません。主因ではないとはいえ、そうしたことも、近年のアンチ・エスタブリッシュメント運動につながり、専門家が策定する経済政策への信頼性を失わせている要因です。ウォーシュ FRB 新議長が膨らんだ中銀のバランスシートの正常化を打ち出しているのも、こうした理由があると思われます。『成長の臨界』で論じた通り、私もまったく同意見だったのですが、白川元日銀総裁も近著で、同様の認識をお示しされています。以下は、2026 年 8 月 1 日・8 月 8 日合併号の週刊東洋経済への寄稿を修正・加筆したものです。

.....

中央銀行というと、金融政策を思い浮かべる人が多いだろう。政策金利をどう操作するか。インフレ目標をどう達成するか等々。本書は、そうした狭い中央銀行観を解きほぐし、より広い概念である「セントラルバンキング」の担い手として捉え直す。

セントラルバンキングは、金融政策だけでなく、最後の貸し手機能、決済システムや市場インフラの維持、国際通貨制度や財政の持続可能性への目配りなどを通じ、通貨への信用を不断に支える営みだ。「通貨に信用を刻印する」とは、まさにこの地味で多面的な努力を指す。

物価安定も、定められたインフレ目標を単に達成すればよいわけではない。金融システムの安定と両立し、持続的な経済活動を可能とするものでなければならない。バブル期の日本もグローバル危機前の米欧も、表面的に物価は安定していた。だが、その背後では、資産価格の急騰や債務の急膨張など金融不均衡が蓄積していた。

本書を読んで改めて感じるのは、政策はしばしば「時代の空気」に支配されることだ。日本では長く「デフレ脱却」が政策の合言葉となり、大胆な金融緩和こそが解決策と信じられたが、真の課題は、人口減少や潜在成長率の低下、企業の賃金抑制、社会保障の機能不全にあった。社会は中銀だけでは解決できない課題を日本銀行に背負わせていたのだ。

評者自身、異次元緩和の開始時から、財政規律の弛緩や国債市場の機能低下、正常化の困難さなど副作用を懸念していた。だが緩和によって現在ほど極端な円安が生じ家計の実質購買力が損なわれるとは、十分予想できなかった。

加えて、中銀の積極緩和が資産価格高騰やレバレッジの拡大をもたらし、富の偏在を招いたことは、その恩恵を受ける人々、中銀や政策当局を含むエリート層への強い反発を招いているのではないか。本書は知識の限界と中銀の自制を説くが、その指摘は重い。

中銀は万能ではない。だが無力でもない。危機時には最後の貸し手として金融システムを支え、決済の仕組みを守る責任を負う。問題は、社会が中銀に何を期待し、何を期待してはならないかを見極められるかである。

本書は、過去の金融政策の失敗を裁くためのものではない。われわれが社会全体として、通貨の信用を守るために、必要な制度、知識、歴史感覚を問い直すための書だ。中央銀行論を狭い金融政策論から解放し、社会を支えるための知的基盤へ昇華した点に、本書の最大の価値がある。

.....

以下、私の直近の読書リストです。こちらは未読のものもあり、今夏の楽しみです。

- [『資本主義が嫌いな人のための経済学【新版】』ジョセフ・ヒース著 栗原百代 訳 早川書房](#)
- [『トランプ時代のマネー大動乱 激変する世界経済と日本の選択』長谷川克之著 イノベーション・インテリジェンス研究所](#)
- [『地域と人口減少の経済学 スマート・シュリンクという選択肢』小峰隆夫著 中央公論新社](#)
- [『経済学的思考を組み立てる エビデンスと物語で読み解く現代社会』大竹文雄 著 中央公論新社](#)
- [『ルポ シリコンバレー AI ブームと米国社会の断層を歩く』五十嵐大介著 朝日新聞出版](#)
- [『ウェルビーイングの経済学』馬奈木俊介著 中央経済社](#)
- [『蔡英文政権期の台湾』松田康博・黄偉修 編 晃洋書房](#)
- [『なぜ賃金は上がらないのか 日本経済 30 年の陥穽』首藤若菜著 講談社](#)

- 『分断と反知性主義のアメリカ 知性の敗北と再建の政治経済学』 廣光俊昭著
日本評論社
- 『軋むアジア 揺れる米中関係と見えない新秩序』 國分良成・藤井彰夫・伊集院
敦・日本経済研究センター 編著 日経 BP 日本経済新聞出版
- 『世界政治 4 一大統領制と議院内閣制』 岩崎正洋・松尾秀哉 編 筑摩書房
- 『カーボンプライシングの経済分析 始動する GX-ETS への視座』 有村俊秀著
日経 BP 日本経済新聞出版
- 『社会保障改革の岐路 信頼のセーフティネットは可能か』 宮本太郎著 岩波書
店
- 『「マイノリティ支配」の正体 分断される社会と文化戦争の罫』 アッシュ・サ
ルカール著 町田敦夫訳 東洋経済新報社
- 『もし諸子百家が「現代日本の平和」を議論したら 中国古代の思想家が示す安
全保障と生存戦略』 柿沼陽平著 東洋経済新報社

皆さま、良いお休みを。

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ホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ

（https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」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

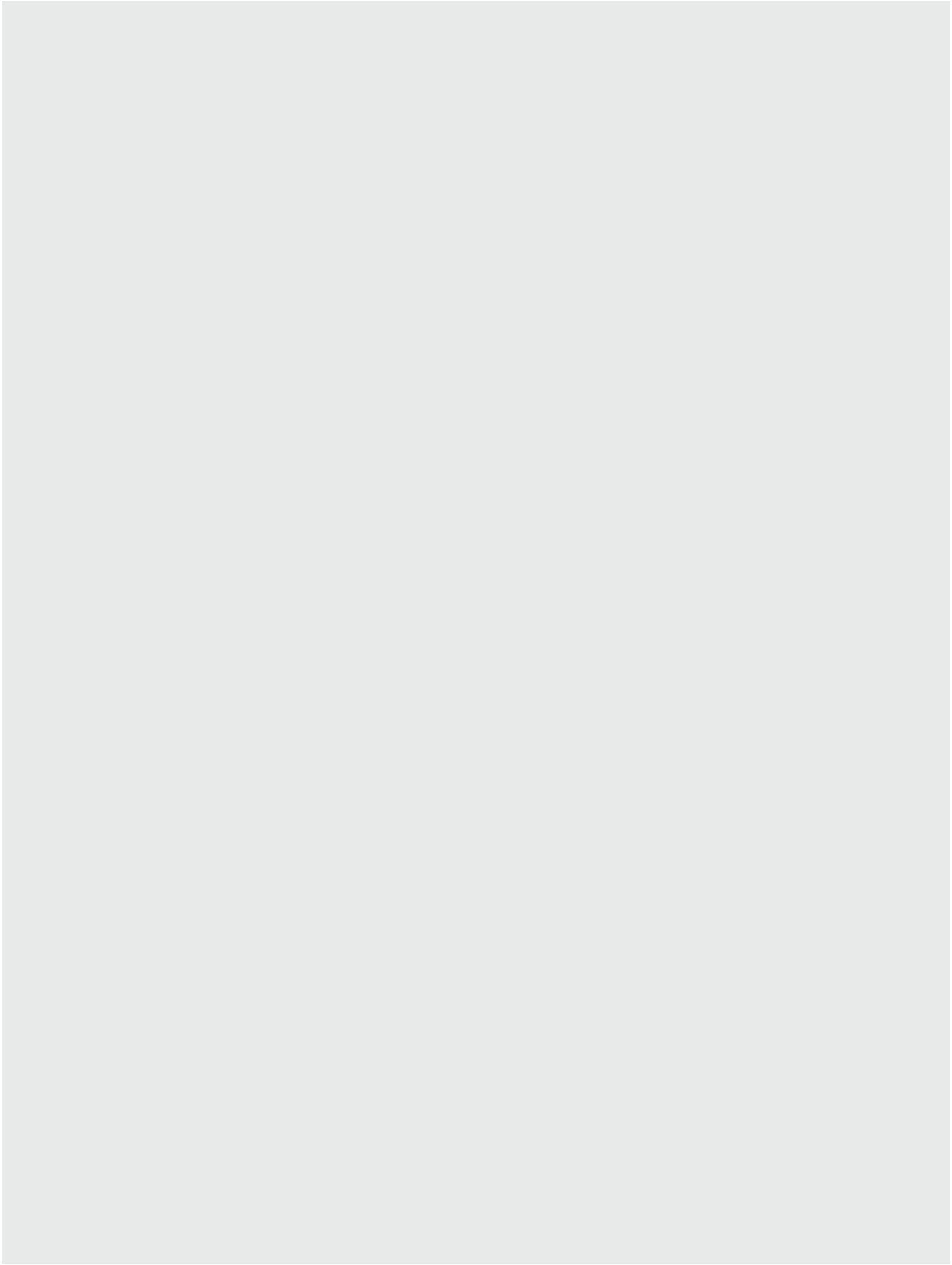
ムーディーズ：ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくは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。



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.

BNP Paribas may use AI Tools to assist in the preparation of reports and/or other materials. Notwithstanding any such use of AI Tools, all presented forecasts and recommendations are made by the BNP Paribas personnel identified in the relevant report. For the avoidance of doubt, you are not permitted to use AI Tools that have not been provided by or made available by BNP Paribas 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 (2026). 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.