

日本FIX委員会 第9回トレーディングサミット

日銀の金融政策について

マイナス金利解除のタイミングを探る

BNPパリバ証券株式会社

チーフエコノミスト

河野 龍太郎

2023年10月5日



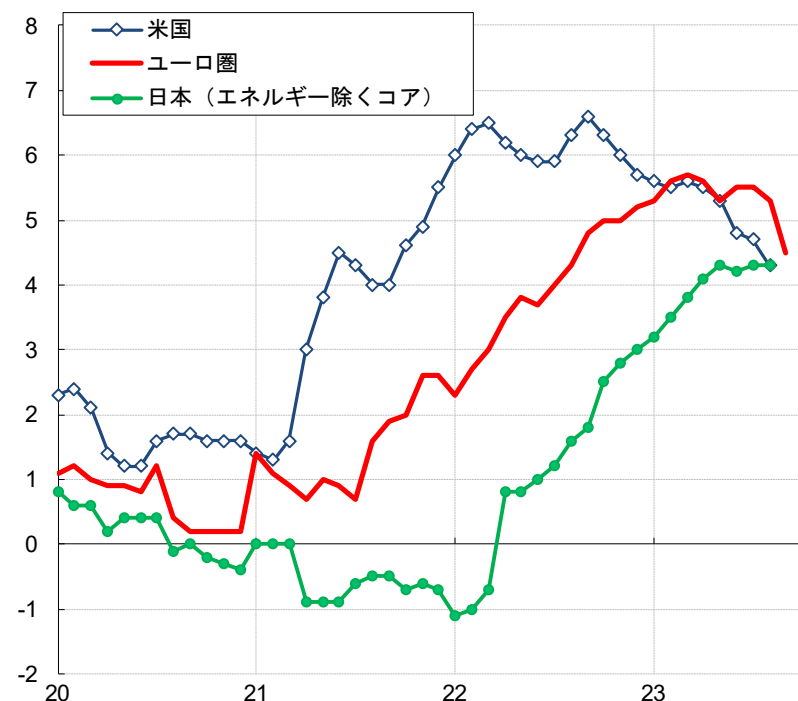
BNP PARIBAS

The bank for a changing world

グローバルインフレは総需要ショックが主因か？

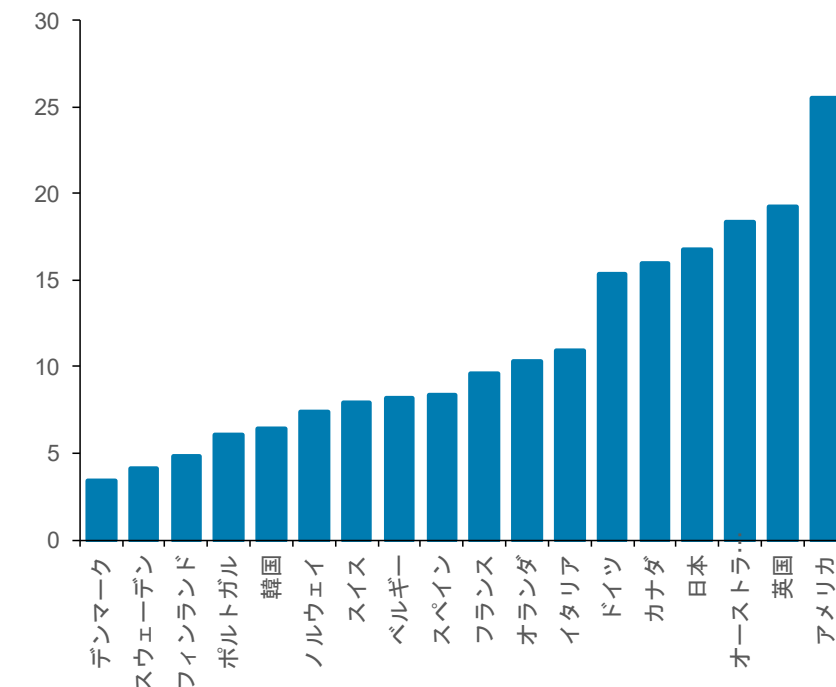
- グローバルインフレの主因は、大規模な財政・金融緩和などの需要ショック
- サプライチェーンの寸断などの供給ショックを理由に金融引締めが遅れたことなども原因
- 米欧の失敗はシステマティック・エラーであり、日銀は回避可能か疑問

図1: 日米欧のコアCPI(前年比、%)



(出所) 総務省、Macrobondより、BNPパリバ証券作成

図2: パンデミック対応の裁量的な追加財政(% 対GDP比)



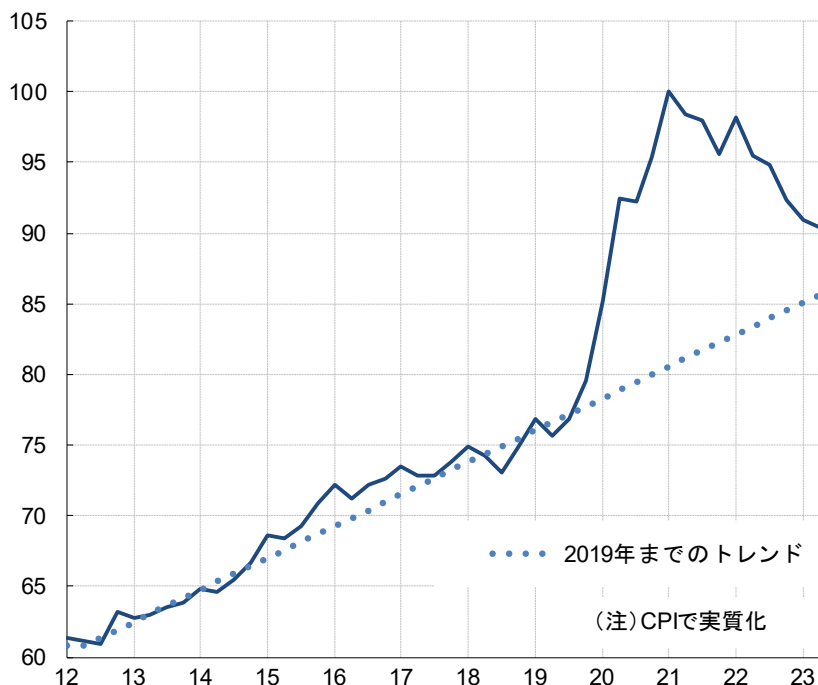
(出所) IMF資料より、BNPパリバ証券作成



パウエル議長の「もはや不況を想定していない」の真意は？

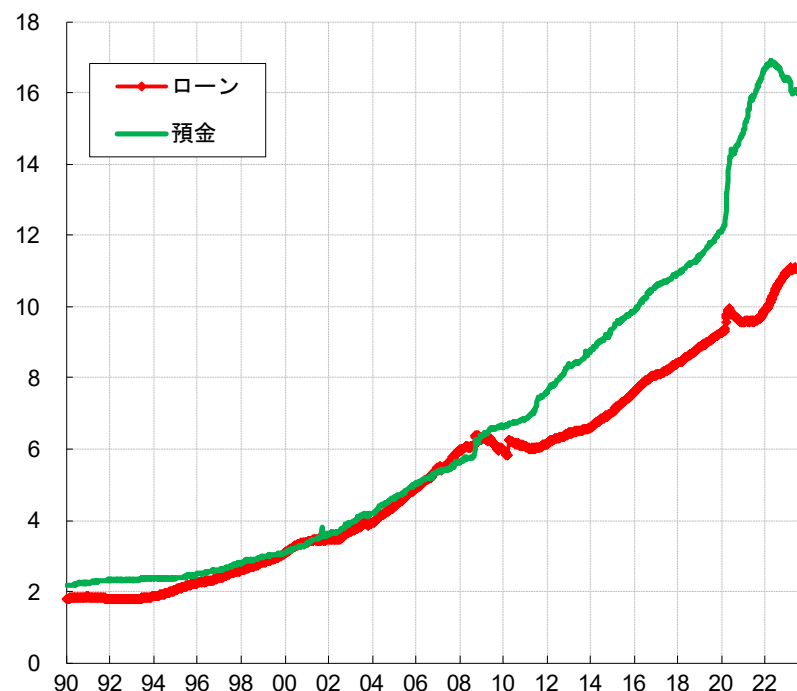
- 強制貯蓄や政府から家計への所得移転もあり、個人消費は底堅い
- 利上げを続ければ、金融システムに大きなストレスがかかり、深刻なりセッションも
- インフレ退治は長期戦で臨み、実体経済はノーランディング。インフレ期待の上昇も甘受。

図1: 家計・非営利団体の預金額: 実質ベース
(2021年1Q=100、MMFを含む)



(出所) FED、BLSより、BNPパリバ証券作成

図2: 米国商業銀行の貸出と預金(兆ドル)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ作成



高水準の金利に慣れてきたのはインフレ期待が上昇したためか？

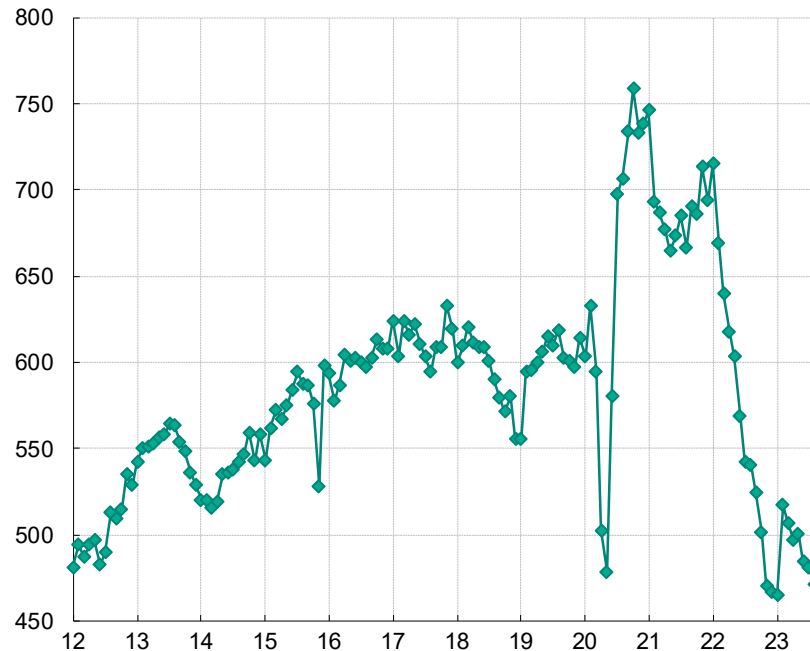
- 急減していた住宅販売や下落していた住宅価格には既に底入れの兆し
- 低格付け債を含む社債の発行も復活
- 長期インフレ期待の上昇で実質金利が低下し、金融引締め効果が減衰

図1: 米国の住宅ローン金利(30年、%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

図2: 米国の住宅販売(中古+新築)(年率、万戸)



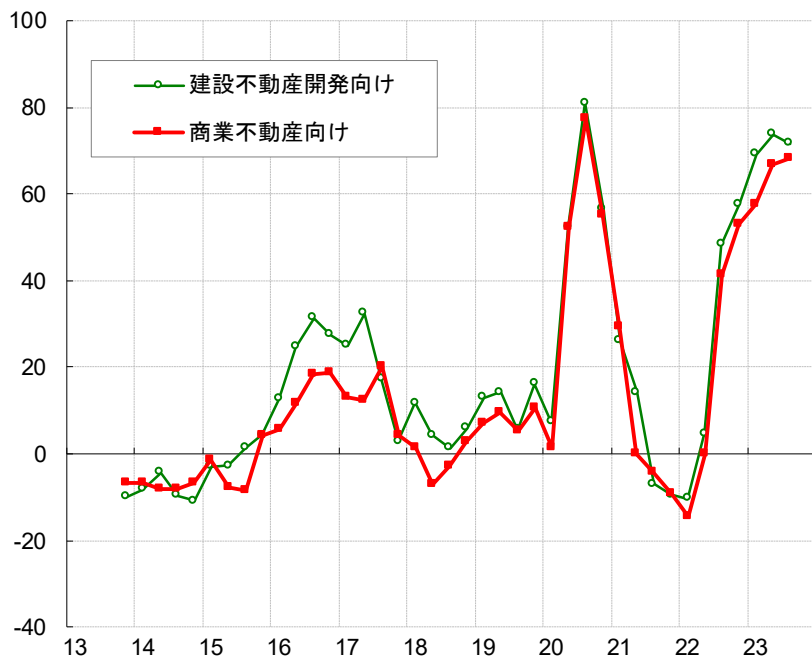
(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成



二つのダウンサイドリスク

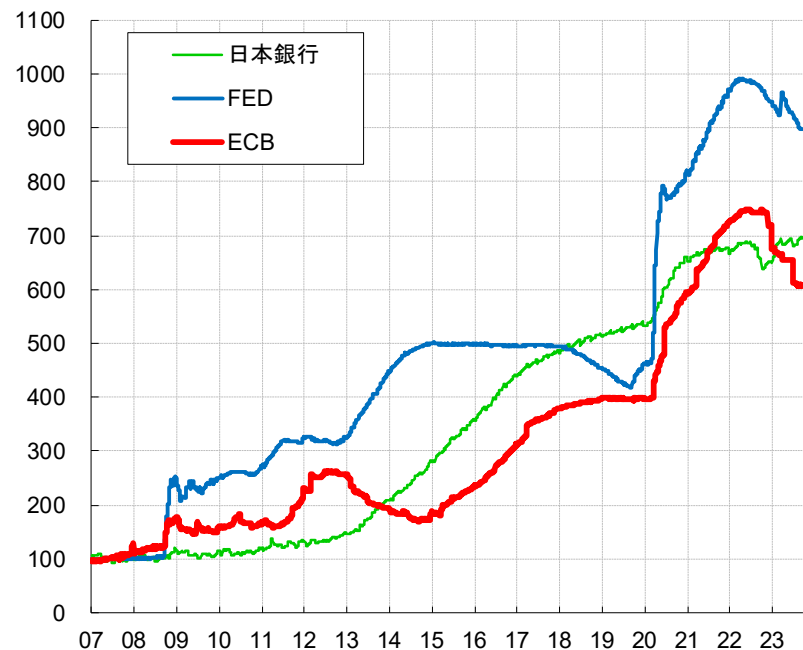
- コロナをきっかけとした働き方の変化で、都市のオフィス需要は大幅に悪化
- 社債やローンの借り換え時期が訪れると、経営破綻する商業用不動産プロジェクトも
- QTの効果がようやく表れ、長期金利が上昇し始めたため、景気抑制効果が強まる可能性

図1: 米銀の商工業向け貸出基準～厳格化した割合(%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ作成

図2: 日米欧の中央銀行のバランスシート (2007年7月末=100)



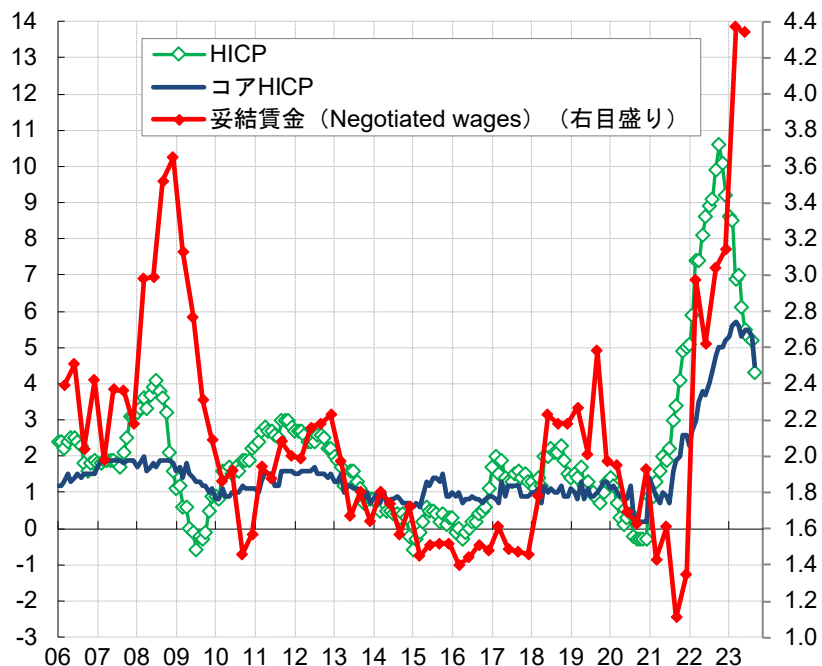
(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成



欧州のインフレは企業の強欲さではなく、労働者の怠け癖が原因？

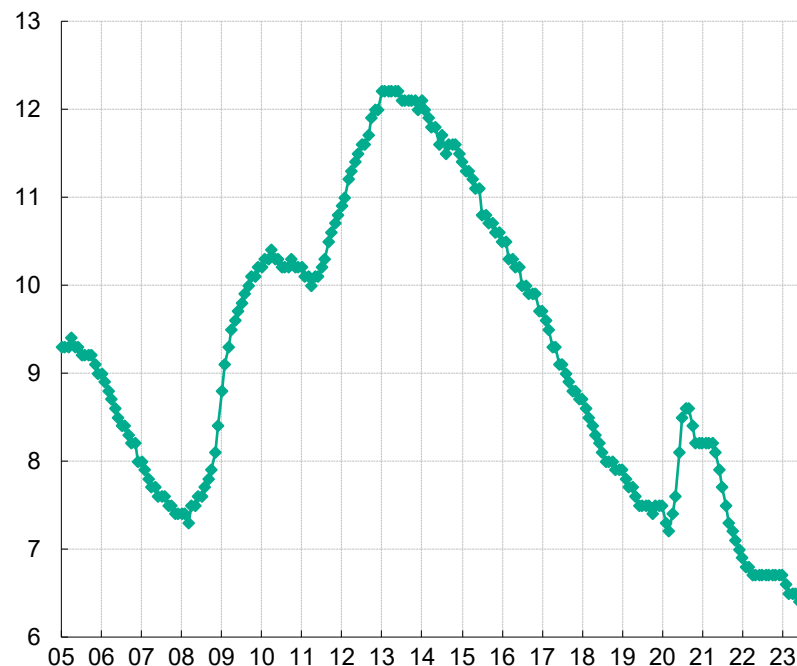
- 高インフレが続くユーロ圏では、高めの賃上げによる、二次的波及のリスクが拭えない
- 働き方が変わり、労働時間の短縮で潜在GDPが低迷しているため、需給ギャップが逼迫
- 労働時間短縮による単位労働コスト上昇を吸収するため価格を引き上げているのか

図1: ユーロ圏の消費者物価と賃金(前年比、%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

図2: ユーロ圏の失業率(季節調整値、%)



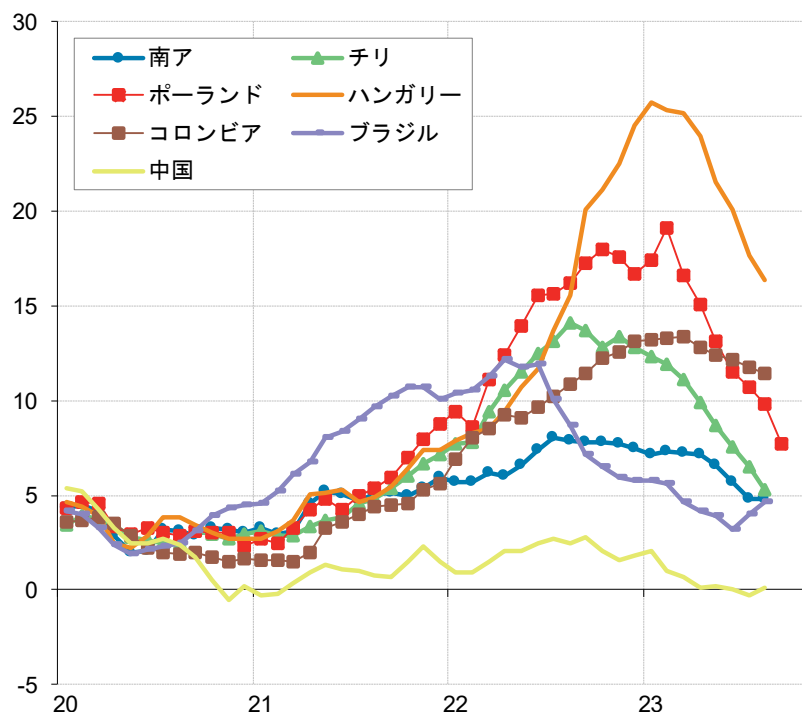
(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成



しつこくて高いインフレは先進国問題で、新興国は異なるのか？

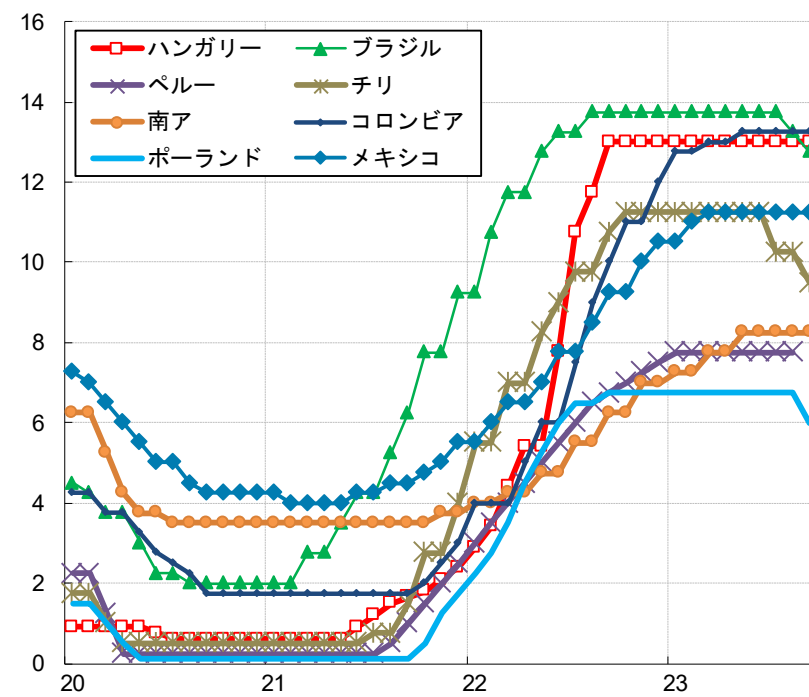
- 先進国ではコロナ禍の大規模な財政・金融緩和が長引くインフレの原因
- 中国を含め新興国では、コロナ禍での財政・金融政策は限定的
- 資源高がインフレをもたらしたが、新興国は中東欧を除き、比較的早い段階でインフレ鎮静

図1: 新興国のインフレ率(前年比、%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

図2: 新興国の政策金利(%)



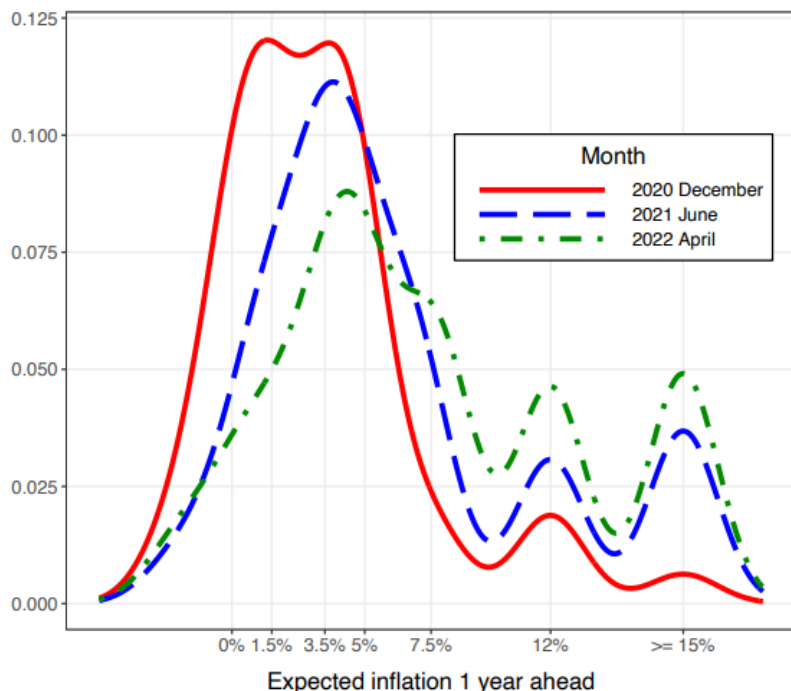
(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成



欧米では中央銀行や民間エコノミストは何を見落としていたのか？

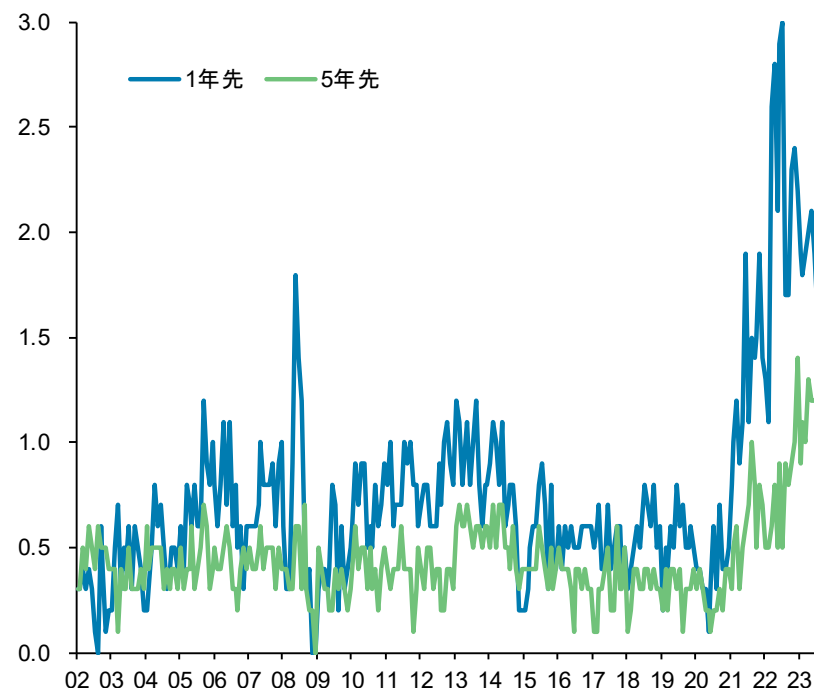
- グレートインフレ、グレートモデレーション、グローバルインフレに共通パターン
- まず分布が歪み、次に標準偏差が上昇し、最後に中央値が変化
- 大きな物価変動の際は、専門家は見誤り、家計や企業のインフレ期待に有益な情報

図1: 米国の家計調査における期待インフレ率の分布
(1年先の期待インフレ率、2021-2022年)



(出所) BIS資料より、BNPパリバ証券作成

図2: 米国家計の期待インフレ率・平均値と中央値の差 (pp)



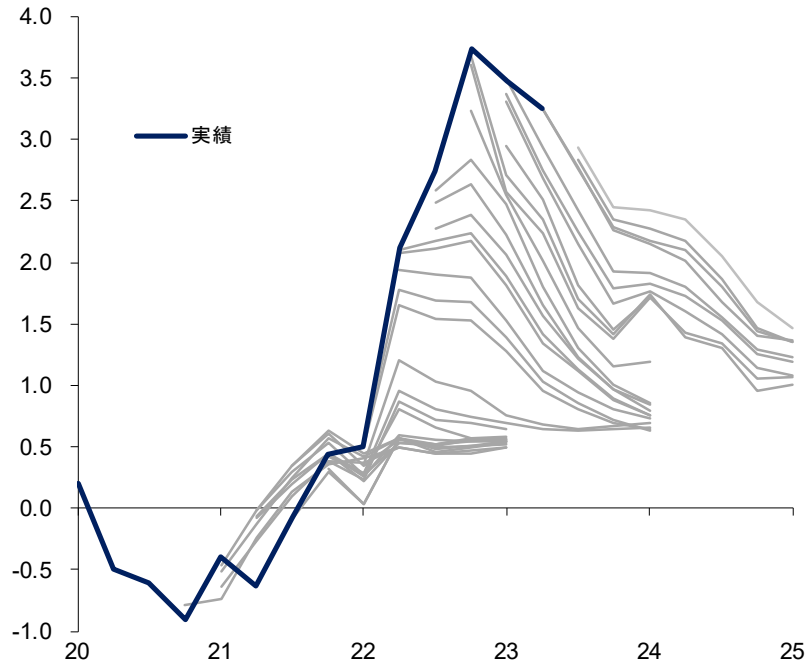
(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成



米欧と同様、日本でも専門家が間違えるのか？

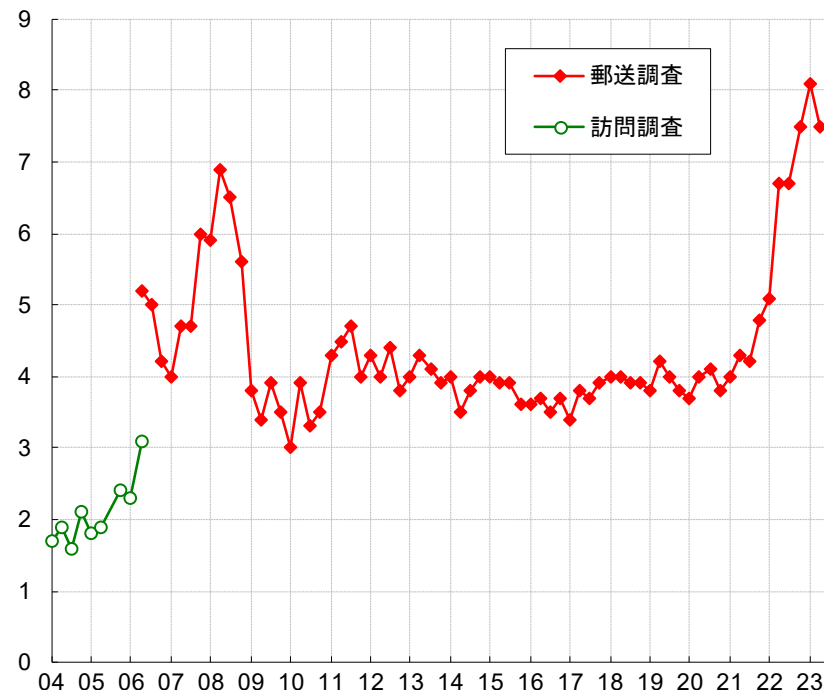
- 9月ESP調査のCPIコア予想(平均値)は23年度が2.8%、24年度が1.9%、25年度が1.5%
- 6月日銀短観(全規模・全産業)の物価見通しは、1年後2.6%、3年後2.2%、5年後2.1%
- 6月生活意識に関するアンケート調査では、家計のインフレ期待は高止まり

図1: エコノミストのCPIコア予想
(ESPフォーキャスト調査のコンセンサス、前年比、%)



(出所) 総務省、ESPフォーキャスト調査資料より、BNPパリバ証券作成

図2: 5年後の物価は現在と比べ何%程度変化すると思うか
(平均値)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成



効率賃金のメカニズムで、2024年春闘も賃上げは続くか？

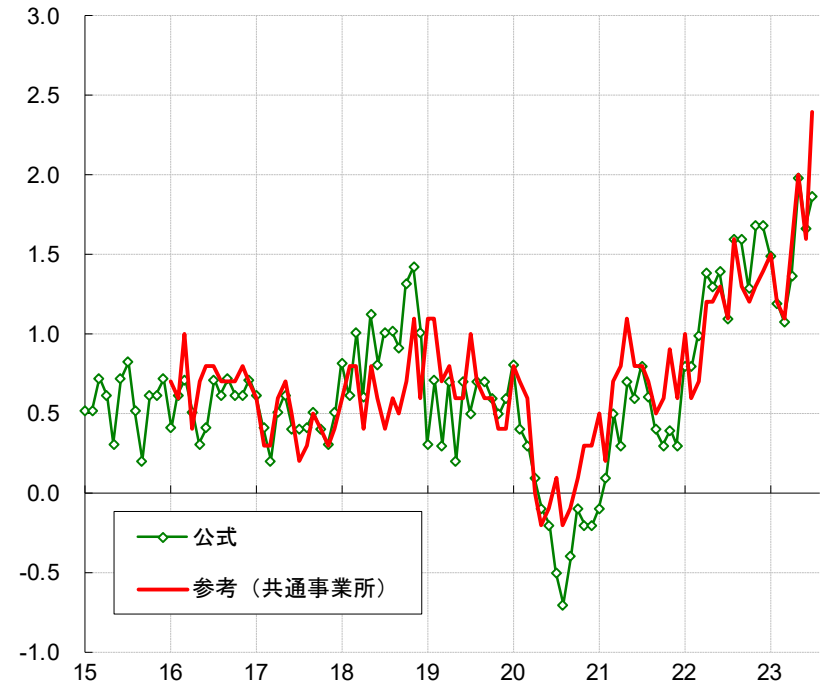
- 23年の高い賃上げは、効率賃金の観点から、22年度の3%インフレで目減りした実質賃金を補ったことが背景。
- 人件費増大など価格転嫁を背景に、23年度のCPIコアは3%程度になる見通し
- 24年春闘でも、実質賃金の目減りを補うべく、2年連続で高い賃上げとなる見通し

図1: 春季賃上げ率(主要企業、%、年度)



(出所)厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成

図2: 一般労働者の所定内給与(前年比、%)



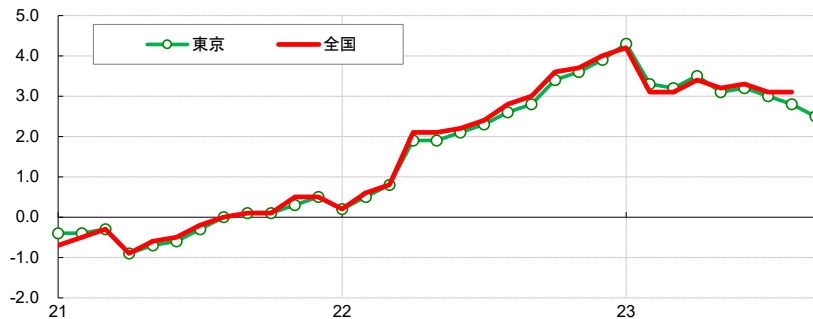
(出所)厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成



2%インフレが定着するのか？

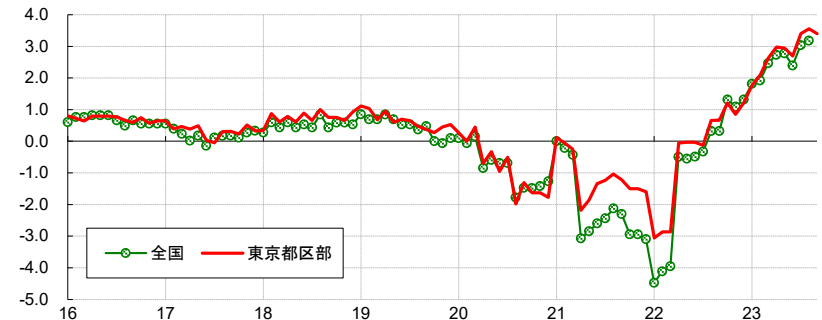
- 23年終盤までCPIコアは3%程度、新型コアは4%程度で推移する見通し
- 24年に低下しても、その後、CPIコアは2%程度で推移する見通し
- グローバルインフレをきっかけに、インフレ予想は2%程度に上昇

図1: CPIコア(前年比、%)



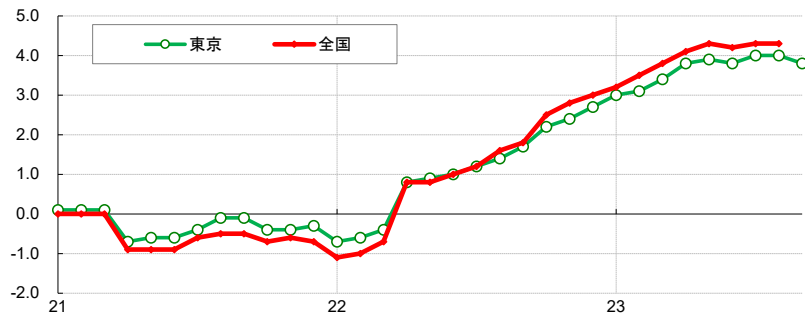
(出所) 総務省資料より、BNPパリバ証券作成

図2: CPIコア・家賃を除くサービス(前年比、%)



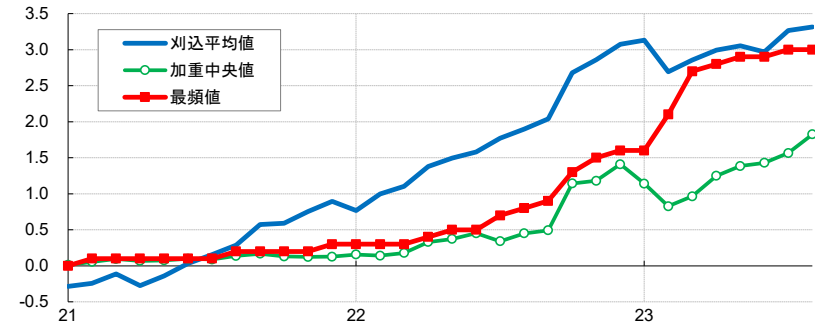
(出所) 総務省資料より、BNPパリバ証券作成

図3: CPI 新型コア(前年比、%)



(出所) 総務省資料より、BNPパリバ証券作成

図4: 全国CPI(前年比、%)



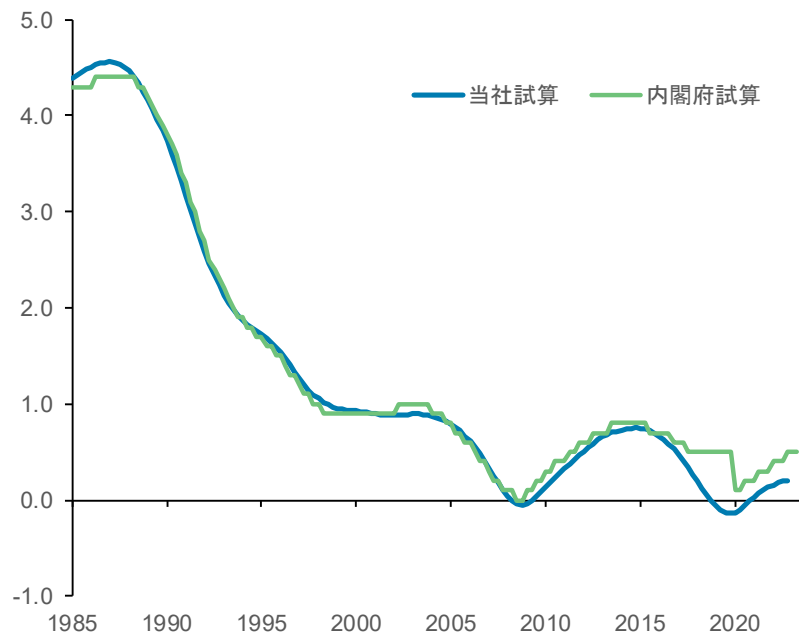
(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成



潜在成長率の過大評価で、需給ギャップ改善を過小評価？

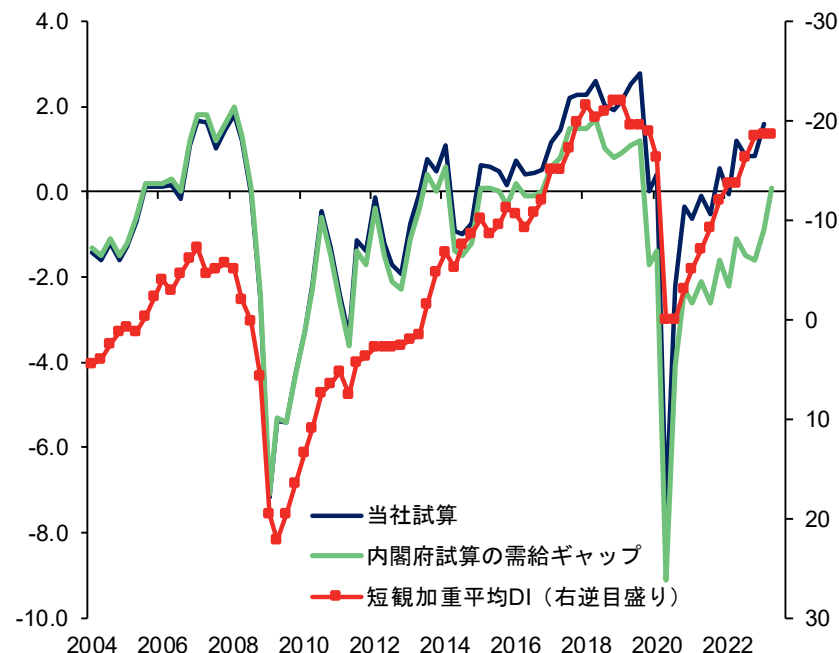
- 内閣府推計の需給ギャップはマイナス0.7%だが、深刻な人手不足と齟齬
- 当社推計では、潜在成長率は0.1%で、需給ギャップはプラス1.7%
- 輸入物価上昇が起点だったが、供給の天井が下がっていたため、需給ギャップがタイト化し、ホームメイドインフレに

図1: 潜在成長率(前期比年率、%)



(出所)内閣府、経済産業省、厚生労働省、総務省より、BNPパリバ証券作成

図2: 需給ギャップ(季節調整値、%)



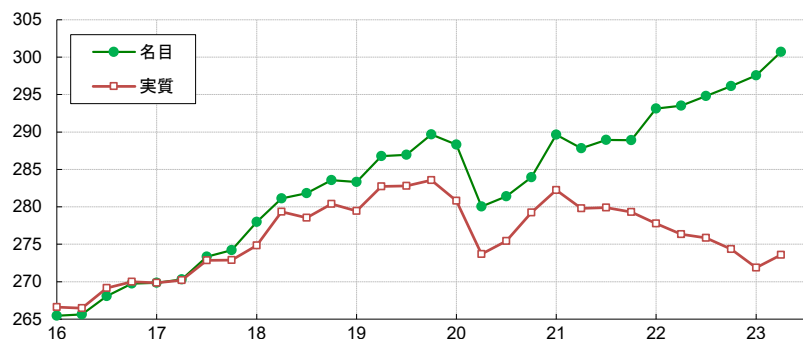
(出所)日本銀行、内閣府、経済産業省、総務省等資料より、BNPパリバ証券作成



好循環が始まったのか？

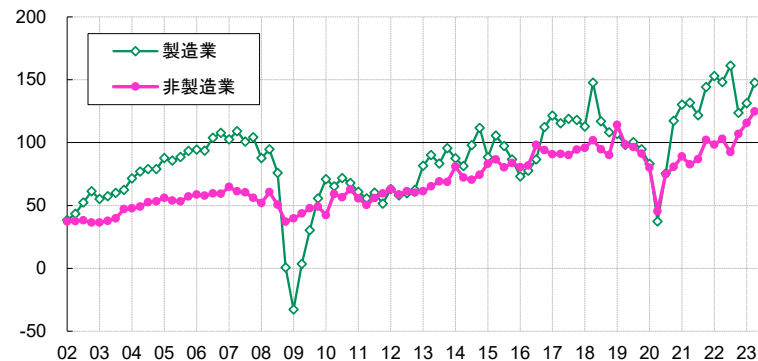
- 企業業績の改善は実質賃金の低下を通じた家計から企業への所得移転
- 税収が増えているのは、インフレタックスと金融抑圧が強化されているため
- ゼロ近傍の金利が続けられると、実質金利の低下で円安インフレが進むリスクも

図1: 名目雇用者報酬と実質雇用者報酬(季節調整値、兆円)



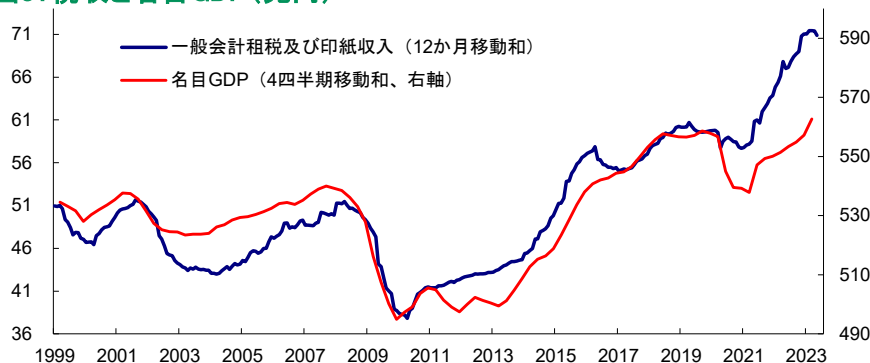
(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

図2: 経常利益(季節調整値、2019年=100)



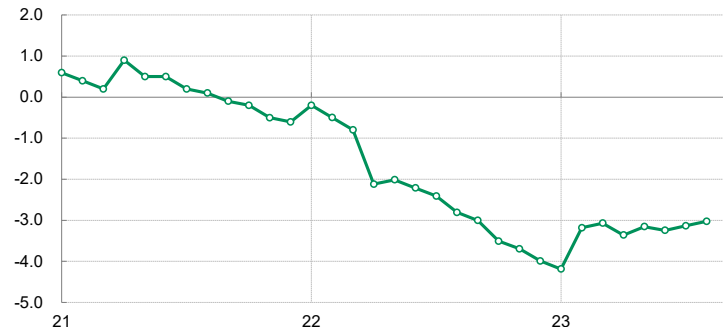
(出所) 財務省資料より、BNPパリバ証券作成

図3: 税収と名目GDP(兆円)



(出所) 財務省、内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

図4: 実質預金金利(%)



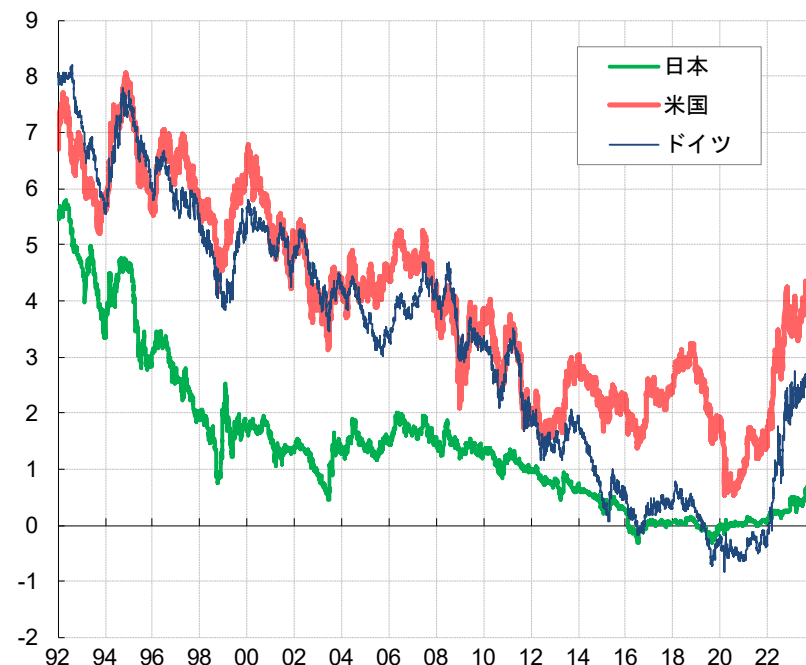
(出所) 総務省資料より、BNPパリバ証券作成



なぜYCCのレンジを1%まで引き上げたのか？

- YCC再修正の目的の一つは、欧米の長期金利が上昇した際、超円安を回避すること
- インフレ期待上昇の際、長期金利上昇を容認すれば、日銀はバランスシート膨張を回避
- 早期のマイナス金利解除の可能性が出てきたことへの準備

図1:日米独の長期金利(10年、%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

図2:ドル円と日米長期金利差



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成



日銀の次の一手は？

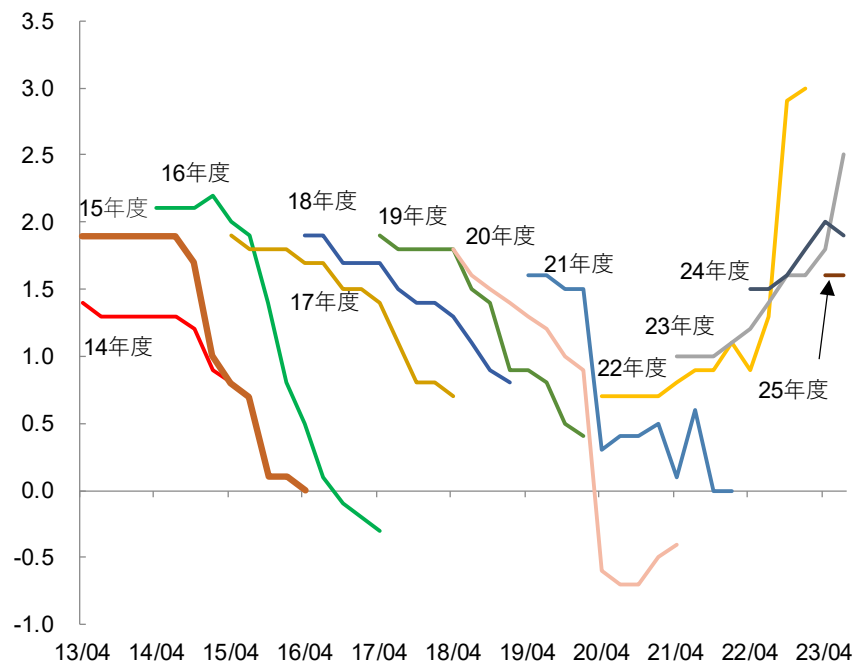
- 春闘で高い賃上げを確認し、4月に安定的な2%インフレ達成を宣言し、マイナス金利撤廃
- YCCも撤廃だが、公的債務管理の観点から、何らかの長期金利のキャップは維持
- 円安が急速に進めば、今年10-12月にマイナス金利撤廃の前倒しも(リスクシナリオ)

図1:7月展望レポート(政策委員の大勢見通しの中央値)
(前年比、%)

	実質GDP	消費者物価指数(除く生鮮食品)	消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2023年度			
7月展望レポート	+ 1.3 (+ 1.2 ~ + 1.5)	+ 2.5 (+ 2.4 ~ + 2.7)	+ 3.2 (+ 3.1 ~ + 3.3)
4月時点の見通し	+ 1.4 (+ 1.1 ~ + 1.5)	+ 1.8 (+ 1.7 ~ + 2.0)	+ 2.5 (+ 2.5 ~ + 2.7)
2024年度			
7月展望レポート	+ 1.2 (+ 1.0 ~ + 1.3)	+ 1.9 (+ 1.8 ~ + 2.2)	+ 1.7 (+ 1.5 ~ + 2.0)
4月時点の見通し	+ 1.2 (+ 1.0 ~ + 1.3)	+ 2.0 (+ 1.8 ~ + 2.1)	+ 1.7 (+ 1.5 ~ + 1.8)
2025年度			
7月展望レポート	+ 1.0 (+ 1.0 ~ + 1.2)	+ 1.6 (+ 1.6 ~ + 2.0)	+ 1.8 (+ 1.8 ~ + 2.2)
4月時点の見通し	+ 1.0 (+ 1.0 ~ + 1.1)	+ 1.6 (+ 1.5 ~ + 1.9)	+ 1.8 (+ 1.8 ~ + 2.0)

(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

図2:日銀のインフレ見通しの変遷(%、政策委員の中央値)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成



政策修正のシーケンスは？

- ① YCC:「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。
- ② マネタリーベース:消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。
- ③ マイナス金利撤廃についてのガイダンスはない

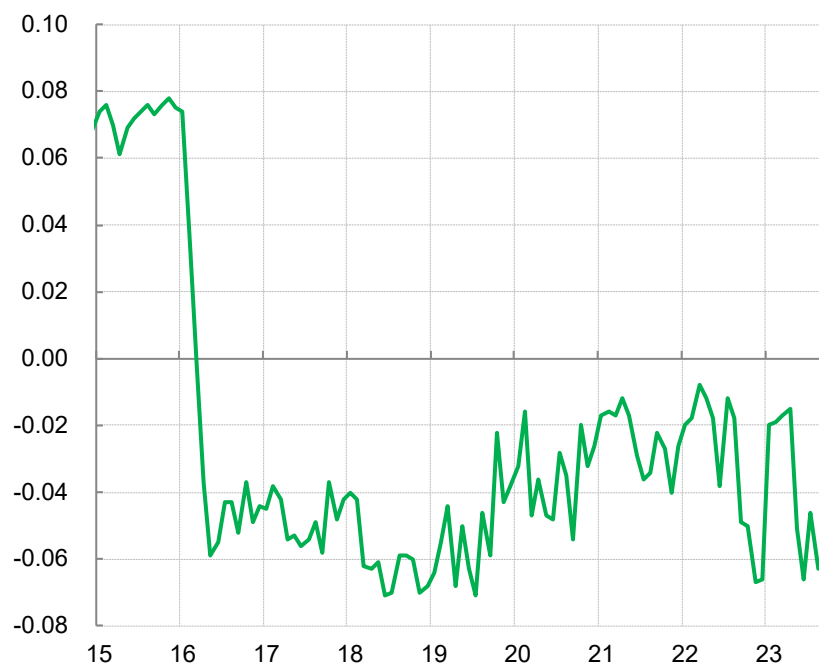
- オーバーシュート型コミットメントはYCC撤廃より前に解除されないが、同時は十分あり得る。シーケンスは金融経済次第
- 9月9日の読売新聞インタビュー記事の真意:来春の賃上げが政策修正のフォーカルポイントであることを明確化。年内の政策修正の観測を高めたわけではない。急激な円安の進展がなければ、2024年春闘の賃金動向を確認した上で政策を修正するゆとりがあるが、今後の円安の進展次第では、よりインフレが高まるため、ある程度の見切り発車もあり得るとのことか。
- マイナス金利政策について既に微妙な変化:「2%超のインフレが継続するリスクが高まったら利上げを行う(内田副総裁、8月2日)」→「利上げをしても2%程度のインフレが続く見込みであれば、利上げを行う(植田総裁、9月9日読売新聞)」。



マイナス金利撤廃の際、オーバーナイト金利の誘導目標は？

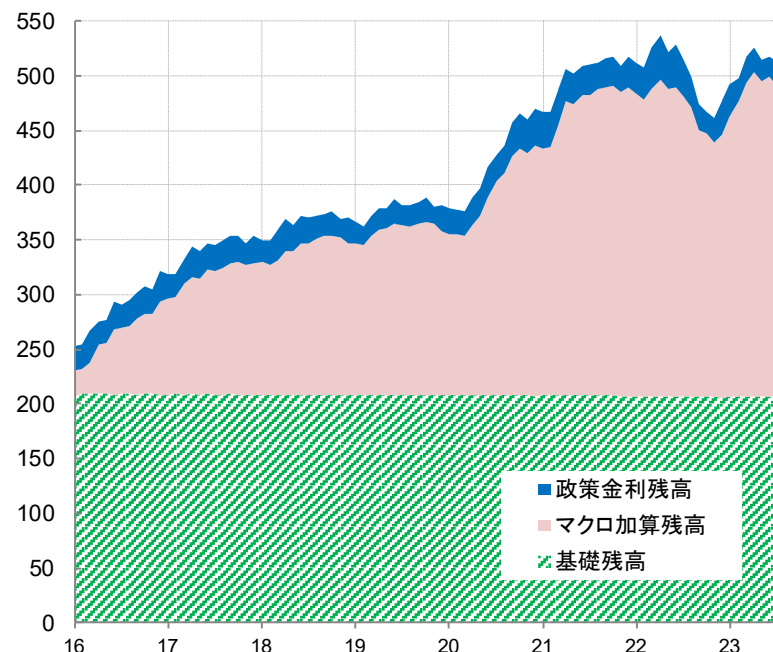
- ゼロ金利政策に移行した際、オーバーナイト金利の誘導目標は0-0.1%へ
- 法定準備を除き、当座預金の付利は0.1%に一本化
- ただし、マイナス金利解除の際、ゼロ金利政策であることを強調するため、政策金利残高の付利を0%、それ以外を0.1%とし、ゼロ金利政策解除の後に一本化する可能性も

図1:オーバーナイト金利の推移(%)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

図2:日銀当預残高:補完当座預金制度適用先合計 (兆円)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成



植田総裁は「遅れて来たデフレファイター」となるのか？

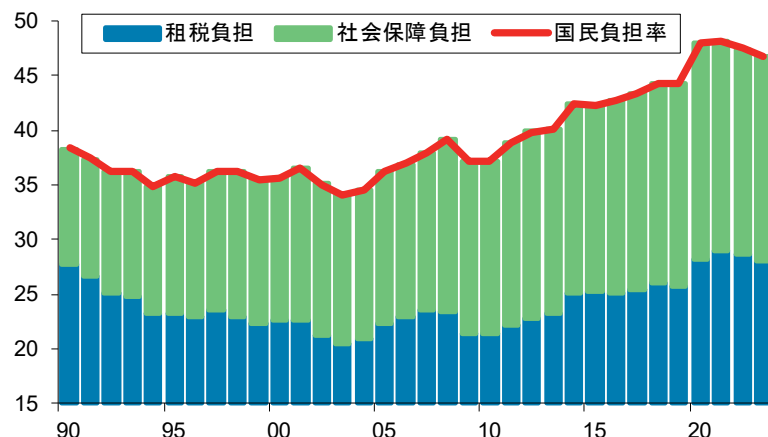
- ① 日銀が多角的レビューで振り返るのはゼロインフレの時代であり、そこから教訓を得ようとする、緩和的な金融政策のさらなる継続を正当化することになりかねない。欧米の中央銀行は、それまでの低いインフレの時代を振り返り、2019年から20年にかけて、金融政策運営の枠組みを見直し、政策転換の大きな遅れを招いた。日銀が学ぶべきは、グローバルインフレの米欧の教訓。
- ② 2021年のパウエルFRB議長やラガルドECB総裁は高インフレは一時的と繰り返し、金融緩和の継続が必要な理由を繰り返した。供給ショックが訪れた際は、総需要への悪影響ばかりを懸念した。これらは、2023年の植田和男総裁の発言と瓜二つ。
- ③ 植田総裁は、金融緩和を継続することで、インフレが2%を上回るリスクより、早期の利上げで2%のインフレが定着する芽を失うリスクの方が高いと論じる。リスクマネジメント・アプローチの要諦は、可能性が小さくても、生じた場合にダメージの大きい政策を回避するというもの。日本経済の損失関数と、日銀の組織としての損失関数を混同してはいないか。
- ④ 2023年9月13日にスタートした岸田改造内閣は、物価高への悪影響を吸収することなどが、その使命だとし、「思い切った内容の経済対策」をまとめることを首相自身が表明。さらなる追加財政は需給ギャップを一段とタイト化させ、インフレ圧力を生むのではないか。
- ⑤ 防衛費、少子化対策、GXで年10兆円もの歳出を先行させることもインフレ圧力を高める大きな要因。もちろん、恒久的な歳入を固める前に、防衛費、少子化対策で、恒久的な歳出を決めたことも大きな問題。



安倍政権より大盤振舞の岸田政権？

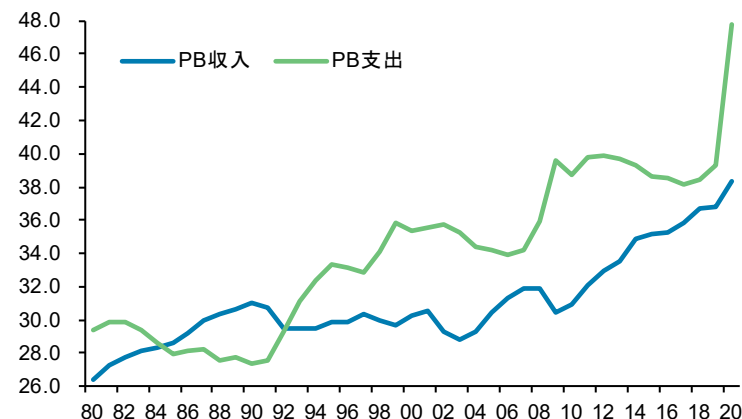
- 安倍晋三政権は拡張財政を繰り返したが、恒久的な歳入が固まらなければ、恒久的な歳出は行わなかった。岸田政権は、防衛費、子育てについて、恒久財源を確定することなく、年8兆円にも上る恒久歳出を決定。
- 安倍政権は、安倍晋三その人のリフレ志向とは裏腹に、それ以前の政権が決定した社会保障制度改革における歳入改革や消費増税を実行した。過去10年、歳入改革は一切行われていないため、このままでは、歳出、歳入共に、岸田政権は、安倍政権よりも拡張的な財政政策を行うことになる。

図1: 国民負担率(対国民所得比)の推移



(出所) 財務省資料より、BNPパリバ証券作成

図2: 一般政府のプライマリー収支(%、GDP比)



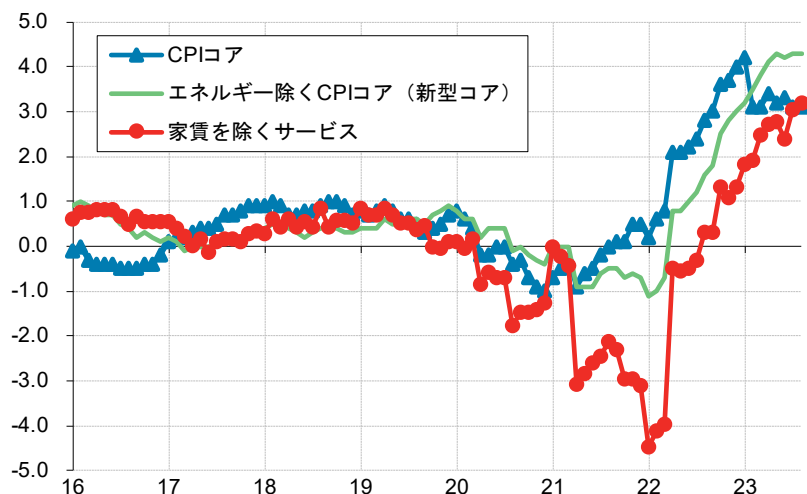
(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成



日本こそ財政インフレのリスク？

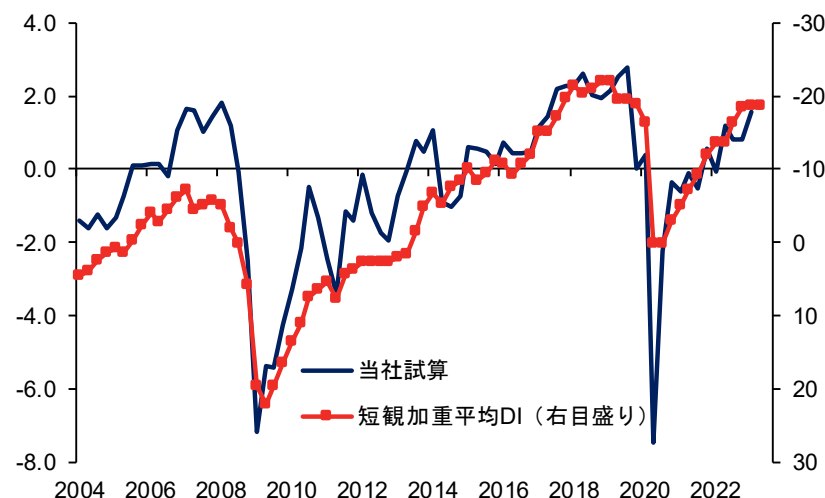
- 岸田政権の財政政策は、マクロ安定化政策としても、大きな問題を抱える。需給ギャップのタイト化で、円安インフレがホームメイドインフレ化しているが、防衛費、子育て対策、GXで年10兆円の歳出が先行し、需給ギャップの一段のタイト化で、インフレ加速のリスク。
- 超金融緩和の継続を背景とした円安がもたらす物価高に対し、改造内閣が最優先で物価高対策を行うことも、さらなる需給ギャップのタイト化をもたらし、インフレを加速させる恐れ。

図1: CPIコア(前年比、%)



(出所)総務省資料より、BNPパリバ証券作成

図2: 需給ギャップ(季節調整値、%)



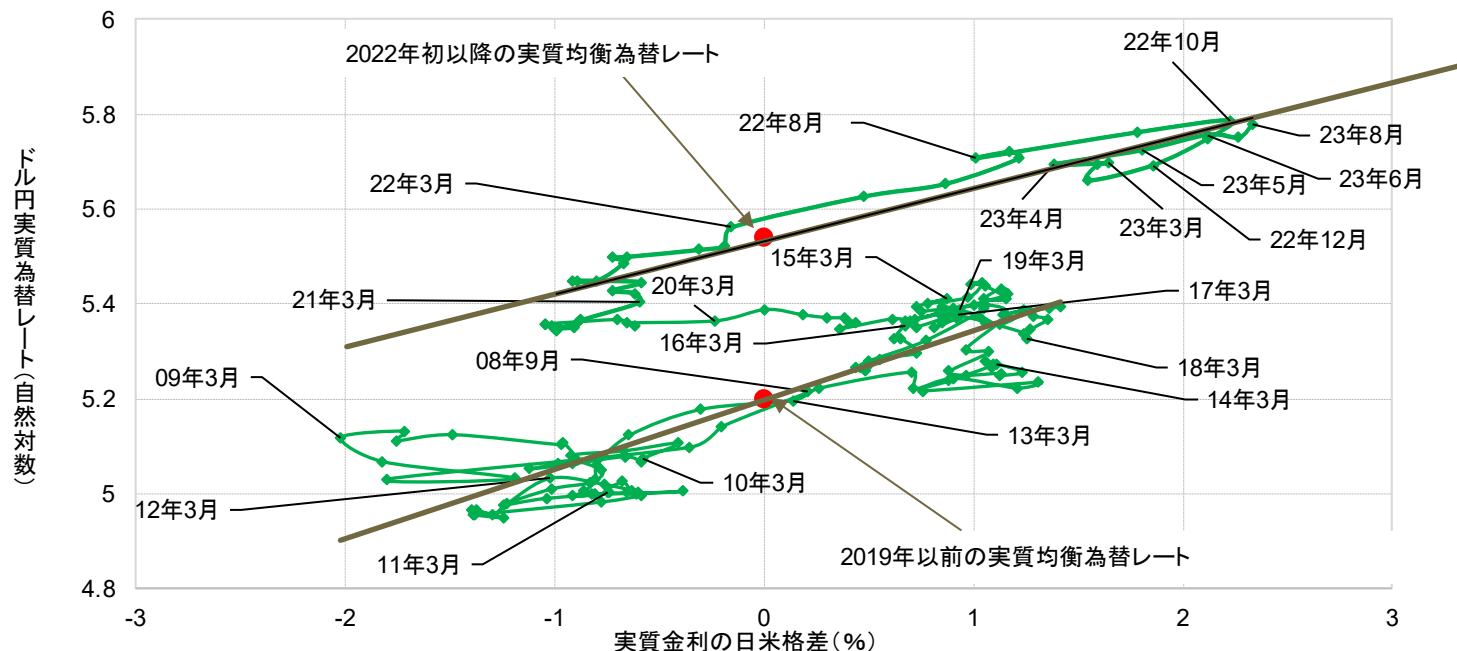
(出所)日本銀行、内閣府、経済産業省、総務省等資料より、BNPパリバ証券作成



為替レートはどうか？

- 2019-2021年に均衡円ドル実質為替レートは30%程度円安方向にジャンプ
- 日本の地政学リスク上の脆弱性が露になったことやホームバイアスの変化が影響
- 実質金利差縮小でも大幅円高は回避の見通し、逆に実質金利差拡大なら、超円安は不可避

図1: 実質金利の日米格差とドル円実質為替レート

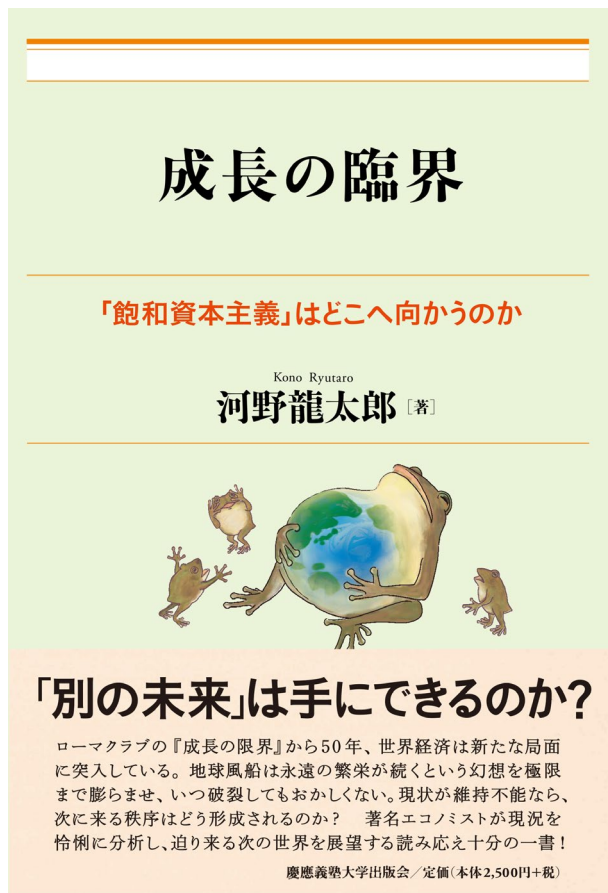


(出所) 総務省、米労働統計局、Bloombergより、BNPパリバ証券作成



『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より7月15日に発売



- 第1章 第三次グローバル化の光と影
- 第2章 分配の歪みがもたらす低成長と低金利
- 第3章 日本の長期停滞の真因
- 第4章 イノベーションと生産性のジレンマ
- 第5章 超低金利政策・再考
- 第6章 公的債務の政治経済学
- 第7章 「一強基軸通貨」ドル体制のゆらぎ
——国際通貨覇権の攻防
- 終章 よりよき社会をめざして



金融商品取引法第37条に定める事項の表示

金融商品取引を行うにあたっては、各金融商品等に所定の手数料等（たとえば、株式のお取引の場合には、約定代金に対し、事前にお客様と合意した手数料率の委託手数料および消費税、投資信託のお取引の場合には、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります。また、すべての金融商品には、関連するさまざまなリスクがあり、国内外の政治・経済・金融情勢、為替相場、株式相場、商品相場、金利水準等の市場情勢、発行体等の信用力、その他指標とされた原資産等の変動により、多額の損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、デリバティブのお取引の場合には、弊社との合意により具体的な額が定まる保証金等をお客様に差し入れていただくこと、加えて、追加保証金等を差し入れていただく可能性もあり、こうした取引についてはお取引の額が保証金等の額を上回る可能性があります（お取引の額の保証金等の額に対する比率は、現時点では具体的条件が定まっていないため算出できません。）。また、上記の指標とされた原資産の変動により、保証金等の額を上回る損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、取引の種類によっては、金融商品取引法施行令第16条第1項第6号が定める売付けの価格と買付けの価格に相当するものに差がある場合があります。なお、金融商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該金融商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読みください。

権利行使期間がある場合は権利を行使できる期間に制限がありますので留意が必要です。

期限前解約条項、自動消滅条項等の早期終了条項が付されている場合は、予定された終了日の前に取引が終了する可能性があります。

商号等/ BNPパリバ証券株式会社

(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2521号)

加入協会/ 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

格付会社グループの呼称等について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス格付グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官(格付)第2号）

S&Pグローバル・レーティング格付グループの呼称：S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官(格付)第5号）

フィッチ・レーティングス格付会社の呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官(格付)第7号）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のウェブサイト（<https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news>）の「規制関連」のタブ下にある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付説明関連」の欄に掲載されております。

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.spglobal.co.jp/ratings>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.spglobal.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

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

信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズ：ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。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。格付はそれ自身が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

この情報は、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記それぞれの会社のホームページをご覧ください。

LEGAL NOTICE

This document or where relevant the document/communication to which this notice relates (all references in this notice to a document or communication shall be construed as referring to this document or such document/communication related to this notice, as appropriate) has been written by our Strategist and Economist teams within the BNP Paribas group of companies (collectively “BNPP”); it does not purport to be an exhaustive analysis, and may be subject to conflicts of interest resulting from their interaction with sales and trading which could affect the objectivity of this report. This document is non-independent research for the purpose of the UK Financial Conduct Authority rules. For the purposes of the recast Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) (MiFID II), non-independent research constitutes a marketing communication. This document is not investment research for the purposes of MiFID II. It has not been prepared in accordance with legal requirements designed to provide the independence of investment research, and is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research.

The content in this document/communication may also contain “Research” as defined under the MiFID II unbundling rules. If the document/communication contains Research, it is intended for those firms who are either in scope of the MiFID II unbundling rules and have signed up to one of the BNPP Global Markets Research packages, or firms that are out of scope of the MiFID II unbundling rules and therefore not required to pay for Research under MiFID II. Please note that it is your firm’s responsibility to ensure that you do not view or use the Research content in this document if your firm has not signed up to one of the BNPP Global Markets Research packages, except where your firm is out of scope of the MiFID II unbundling rules.

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

STEER™ is a trade mark of BNPP.

MARKETS 360 is a trade mark of BNP Paribas

This document constitutes a marketing communication and has been prepared by BNPP for, and is directed at, (a) Professional Clients and Eligible Counterparties as defined by the recast Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) (MiFID II), and (b) where relevant, persons who have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, and at other persons to whom it may lawfully be communicated (together “Relevant Persons”) under the regulations of any relevant jurisdiction. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to and will be engaged in only with Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this document or its content.

Securities described herein or in the document may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors.

The information and opinions contained in this document have been obtained from, or are based on, public sources believed to be reliable, but there is no guarantee of the accuracy, completeness or fitness for any particular purpose of such information and such information may not have been independently verified by BNPP or by any person. None of BNPP, any of its subsidiary undertakings or affiliates or its members, directors, officers, agents or employees accepts any responsibility or liability whatsoever or makes any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy and completeness of the information or any opinions based thereon and contained in this document and it should not be relied upon as such.

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

Information and opinions contained in this document are published for the information of recipients, but are not to be relied upon as authoritative or taken in substitution for the exercise of judgment by any recipient, are subject to change without notice and not intended to provide the sole basis of any evaluation of the instruments discussed herein or in the document. In providing this document, BNPP does not offer investment, financial, legal, tax or any other type of advice to, nor has any fiduciary duties towards, recipients. Any reference to past performance is not indicative of future performance, which may be better or worse than prior results. Any hypothetical, past performance simulations are the result of estimates made by BNPP, as of a given moment, on the basis of parameters, market conditions, and historical data selected by BNPP, and should not be used as guidance, in any way, of future performance. To the fullest extent permitted by law, no BNPP group company accepts any liability whatsoever (including in negligence) for any direct or consequential loss arising from any use of or reliance on material contained in this document even where advised of the possibility of such losses. All estimates and opinions included in this document are made as of the date of this document. Unless otherwise indicated in this document there is no intention to update this document.

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

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

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

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

This document is only intended to generate discussion regarding particular products and investments and is subject to change or may be discontinued. We are willing to discuss it with you on the understanding that you have sufficient knowledge, experience and professional advice to understand and make your own independent evaluation of the merits and risk of the information and any proposed structures. The information contained herein or in the document is not and under no circumstances is to be construed as, a prospectus, an advertisement, a public offering, an offer to sell securities described herein or in the document, or solicitation of an offer to buy securities described herein or in the document, in Canada, the U.S. or any other province or territory nor shall it be deemed to provide investment, tax, accounting or other advice. Transactions involving the product(s) described in this document may involve a high degree of risk and the value of such transactions may be highly volatile. Such risks include, without limitation, risk of adverse or unanticipated market developments, risk of counterparty or issuer default, risk of adverse events involving any underlying reference obligation or entity and risk of illiquidity. In certain transactions, counterparties may lose their entire investment or incur an unlimited loss.

LEGAL NOTICE

The information relating to performance contained in this document is illustrative and no assurance is given that any indicated returns, performance or results will be achieved. Moreover, past performance is not indicative of future results. Information herein or in the document is believed reliable but BNPP and its affiliates do not warrant or guarantee its completeness or accuracy. All information, terms and pricing set forth herein or in the document reflect our judgment at the date and time hereof and are subject to change without notice. In the event that we were to enter into a transaction with you, we will do so as principal (and not as agent or in any other capacity, including, without limitation, as your fiduciary, advisor or otherwise). Only in the event of a potential transaction will an offering document be prepared, in which case, you should refer to the prospectus or offering document relating to the above potential transaction which includes important information, including risk factors that relate to an investment in the product(s) described herein or in the document.

Prior to transacting, you should ensure that you fully understand (either on your own or through the use of independent expert advisors) the terms of the transaction and any legal, tax and accounting considerations applicable to them. You should also consult with independent advisors and consultants (including, without limitation, legal counsel) to determine whether entering into any securities transactions contemplated herein or in the document would be contrary to local laws. Unless the information contained herein or document/communication to which this notice relates is made publicly available by BNPP, it is provided to you on a strictly confidential basis and where it is provided to you on a strictly confidential basis you agree that it may not be copied, reproduced or otherwise distributed by you, whether in whole or in part (other than to your professional advisers), without our prior written consent. Neither we, nor any of our affiliates, nor any of their respective directors, partners, officers, employees or representatives accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this document or its content; and any of the foregoing may from time to time act as manager, co-manager or underwriter of a public offering or otherwise, in the capacity of principal or agent, deal in, hold or act as market makers or advisors, brokers or commercial and/or investment bankers in relation to the securities or related derivatives that are discussed herein or in the document. BNPP and its affiliates may (or may in the future) hold a position or act as a market maker in the financial instruments discussed, or act as an advisor, manager, underwriter or lender to such issuer. In no circumstances shall BNPP or its affiliates be obliged to disclose any information that it has received on a confidential basis or to disclose the existence thereof.

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

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

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

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

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

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

© BNPP (2023). All rights reserved.

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

Although the disclosures provided herein or in the document have been prepared on the basis of information we believe to be accurate, we do not guarantee the accuracy, completeness or reasonableness of any such disclosures. The disclosures provided herein or in the document have been prepared in good faith and are based on internal calculations, which may include, without limitation, rounding and approximations.

BNPP and/or its affiliates may be a market maker or liquidity provider in financial instruments of the issuer mentioned in the recommendation.

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

Section A and B services include A. Investment services and activities: (1) Reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments; (2) Execution of orders on behalf of clients; (3) Dealing on own account; (4) Portfolio management; (5) Investment advice; (6) Underwriting of financial instruments and/or placing of financial instruments on a firm commitment basis; (7) Placing of financial instruments without a firm commitment basis; (8) Operation of an MTF; and (9) Operation of an OTF. B. Ancillary services: (1) Safekeeping and administration of financial instruments for the account of clients, including custodianship and related services such as cash/collateral management and excluding maintaining securities accounts at the top tier level; (2) Granting credits or loans to an investor to allow him to carry out a transaction in one or more financial instruments, where the firm granting the credit or loan is involved in the transaction; (3) Advice to undertakings on capital structure, industrial strategy and related matters and advice and services relating to mergers and the purchase of undertakings; (4) Foreign exchange services where these are connected to the provision of investment services; (5) Investment research and financial analysis or other forms of general recommendation relating to transactions in financial instruments; (6) Services related to underwriting; and (7) Investment services and activities as well as ancillary services of the type included under Section A or B of Annex 1 related to the underlying of the derivatives included under points (5), (6), (7) and (10) of Section C (detailing the MiFID II Financial Instruments) where these are connected to the provision of investment or ancillary services.

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

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

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

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

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

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

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

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

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