

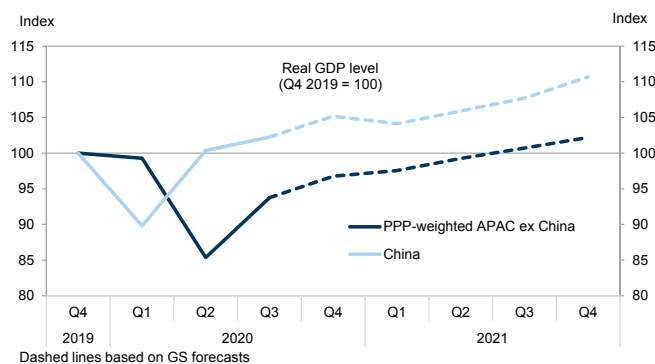
アジアViews: 2021年の見通し: パンデミックの過渡期となる年にアジア太平洋がアウトパフォーム

1. 2021年のアジア太平洋地域に関する当社経済予想の背景にある投資テーマを明らかにし、当社が新たに発表した2021年世界経済見通しを紹介する。アジア太平洋地域全体は景気回復の第2の移行段階に入っている。2020年初めの新型コロナウイルス感染拡大に伴い当初パニックが生じ、世界各地でロックダウン(都市封鎖)が実施され、経済および市場は急激に低迷したが、ウイルス関連の制限が緩和され、強力なマクロ刺激策も実施されると、経済活動は製造業活動を筆頭に低水準から(不完全だが)急激に回復した(図表 1を参照)。2021年が近づく中、ワクチンが普及し、「集団免疫」を獲得するまで、政策当局は効果的にウイルスを抑制することに苦慮しているため、世界はより緩やかな成長の第2段階へと入っている。この局面での目標は、できる限り多くの経済活動を元に戻せるように行動制限を調整しながらも、感染再拡大を回避することになるだろう。製造業活動はかなり好調となるだろうが、「社会的消費」のサービス業の活動は依然として通常を下回るだろう。実際、新型コロナウイルスの新規感染者が急増しており、新たな「波」によって経済活動は再度落ち込む可能性さえある。当社欧州エコノミストは現時点で4Qの経済縮小を予想しており、当社米国調査チームも予想を下方修正した。

アンドリュー・ティルトン
+852-2978-1802 | andrew.tilton@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

2. 多くのアジア太平洋諸国、特に北東アジアとオーストラリア/ニュージーランドはこうした過渡期において比較的優位にある。新型コロナウイルスの感染拡大は落ち着き、地域の大部分で制限は緩和され、全体的な感染者数は世界の多くの他地域よりも遥かに低水準だ(図表 2を参照、ここでは各国の検査方法や回復率の違いによる潜在的バイアスがある点を指摘しておく)。同地域では必要であればマクロ政策を拡張する余地がまだ幾分あり、裕福なアジア大洋諸国では財政対策、低所得国では金融政策が採られる可能性がある。台湾と、ある程度中国本土も除いて、経済回復はまだ不完全であり、サービスセクターは遊休部分が大きいいため、来年の経済活動にはさらなる上振れ余地がある。

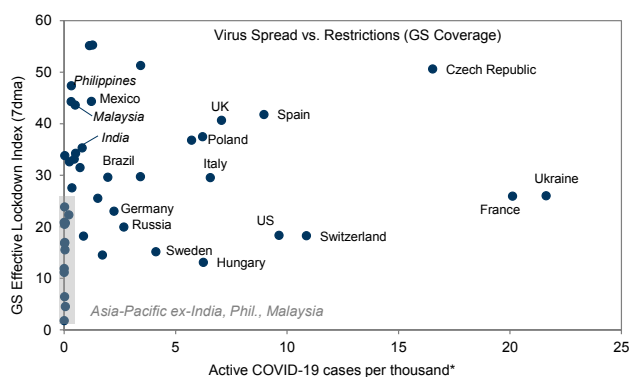
図表 1: 中国とアジア太平洋地域で経済活動が回復



中国を除くアジア太平洋の3Qは一部データ

出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 2: アジア太平洋地域はウイルス封じ込めで他地域をアウトパフォーム

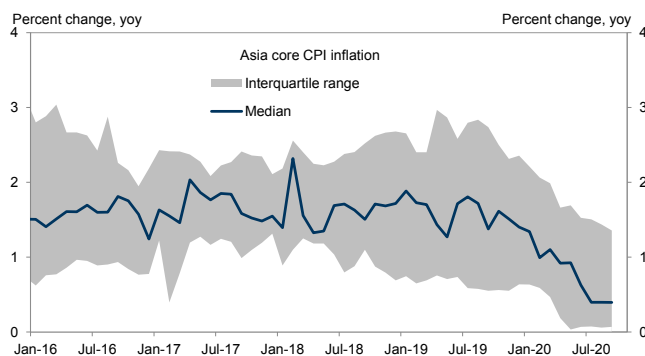


出所: Google mobility report, University of Oxford, Worldometer, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

3. これらはいずれも、2021年に地域全体で堅調な成長が見込まれることを示唆している。当社予想(本稿末尾の表)は、政策当局が支援を縮小し始めた中国以外のほぼ全地域でコンセンサスを上回っている。2021年のGDP成長率は世界の他地域と同様、低調な2020年の活動と比較して良好となるだろう。2020年3Qおよび4Q初めの力強い回復の後、2021年上期の前四半期比成長ペースは一旦鈍化する可能性が高い。大半の諸国でウイルス感染は抑制されるが完全には排除されないため、有効なワクチンが広く普及するまである程度の規制(とりわけ、新たな大流行を輸入するリスクを低減させるための海外渡航制限)が継続される恐れがある。独自にワクチンを製造している中国と、高所得国が国民全体に最も早く(恐らく2021年2Qまたは3Qに)ワクチンを入手できる一方で、多くの低所得の新興国でワクチンが広範に普及するのは2021年後半または2022年の課題になる可能性があるため、当社は暫定的に想定している。

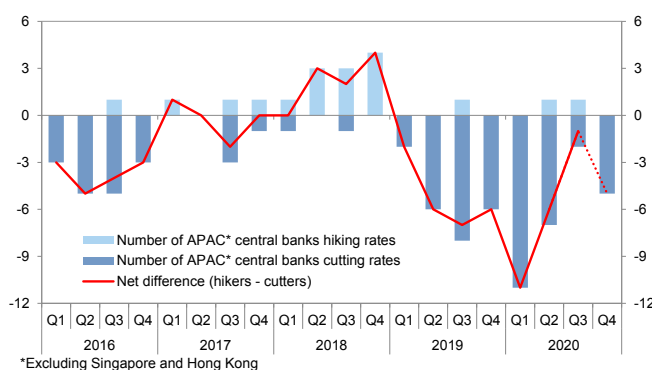
4. インフレ率は2021年にかけて停滞する模様で、政策の制約になる公算は小さい。コアインフレ率は地域全体ですでに低く、現在の低モメンタムや余剰生産能力は来年にかけて続く見通しであることを踏まえると、今後もインフレは低水準に留まる可能性が高い(図表 3を参照)。また、各国固有の懸念材料があるのは間違いない。例えば、インドでは食料品のインフレ率が高止まり(前年比8.3%)、より許容可能なペースまで後退するまでに時間を要する可能性がある。また燃料価格は2021年に上昇する見通しだ。当社のコモディティ調査チームは、2020年末までに原油価格の大幅上昇(ブレント価格65ドル/バレル)を予想しているものの、地域全般の総合インフレ率への影響はかなり小さいだろう。

図表 3: 今年インフレ圧力は低下した



出所：ハーバーアナリティクス，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

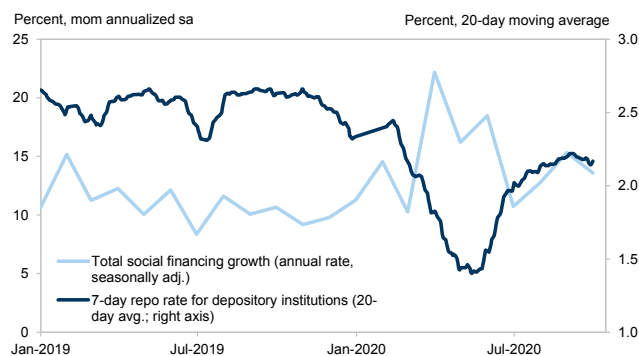
図表 4: 地域の金融緩和サイクルはまだ完全には終わっていない



出所：ハーバーアナリティクス，Wind，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

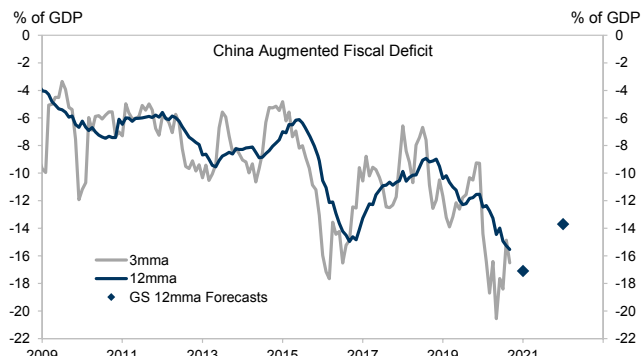
5. 世界がロックダウンに入中、政策当局は緊急モードに入った。先進国の大半の中央銀行は実効下限まで、新興国の中銀は過去最低水準まで金利を引き下げた。一方で、大規模な景気刺激策が打ち出された(先進国ではGDP比5-10%、新興国では同2-5%、債務保証を含まない)。これ以降の政策対応は、規模が小さく、違いが大きくなるとみられる。(比較的)タカ派なのは、経済活動の回復が迅速で、政策当局はすでに金利と与信の伸びを正常化している中国で(図表 5を参照)、財政支援を若干縮小し始めている(図表 6を参照)。対照的に、ロックダウンが延長されて政策拡張余地が存在する地域では、追加刺激策が実行されている。その一例がオーストラリアで、メルボルン/ビクトリア州でロックダウン延長により、追加財政支出と豪州準備銀行(RBA)による緩和策に踏み切った。大半の国では、年初の積極的な緩和策、政策余地の縮小、現在好調な成長軌道を反映し、追加刺激策は限定的となるだろう。当社は中央銀行の政策金利が全体として横ばい気味に推移し、インド、インドネシア、タイでは追加緩和余地は限定的で、中国ではさらに若干の引き締めリスクがあると予想する。財政インパルスはピークを迎えており、今後数四半期で次第に弱まり、2021年終盤には最終的にマイナスとなるだろう。財政刺激策の縮小は個人貯蓄の減少(サービスセクターの制限が緩和されるため)によって均衡するだろうが、政策の引き継ぎが上手くいかないリスクが存在する。もう1つのリスクは、金融機関が不良債権を吸収することによる与信条件の厳格化だが、これまでの引当金と迅速な回復により、そうした影響は低減される可能性がある。

図表 5: 中国の政策当局は大規模な刺激策を実施したが、すでに政策の正常化に着手している



出所：ハーバーアナリティクス、Wind、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 6: 中国の財政政策は緩和的だが、2021年は若干引き締まる算が大きい

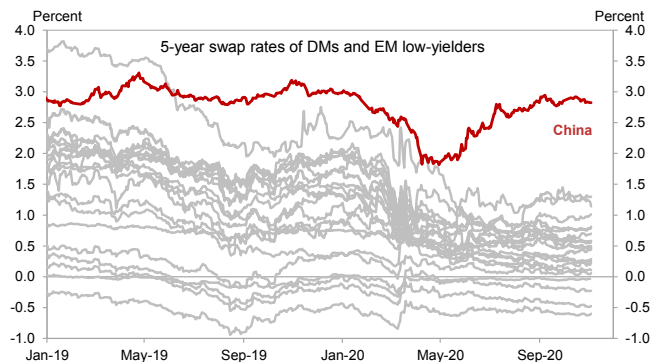


出所：CEIC、Wind、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

6. 危機の最も深刻な段階は過ぎ去り、シクリカルな政策運営余地は若干減少し、今後2年間は選挙に直面する政府はほとんどない(日韓は例外)ことから、政策の焦点は構造改革にシフトしているようだ。中国の場合、次期5カ年計画を審議する先週の五中全会では、成長の質の重視と国内イノベーション能力の開発が強調され、量的成長目標に関する言及はなかった。ただし政策当局は、5カ年計画で依然として年間成長率5%、2035年までに経済規模を2倍にすることを目標とする可能性がある。インドでは、与党のインド人民党(BJP)が議会の両議院をほぼ支配しており、最近では一部の労働法や農業市場を自由化する法案を可決した。インドネシアは雇用創出オムニバス法に大規模な規制緩和措置を盛り込んだが、詳細はまだ決定していない。日本では、菅新首相が行政サービスのデジタル化による潜在的な利点について検討しており、韓国政府はデジタル経済とグリーンエネルギーを支援する複数年計画を提案している。

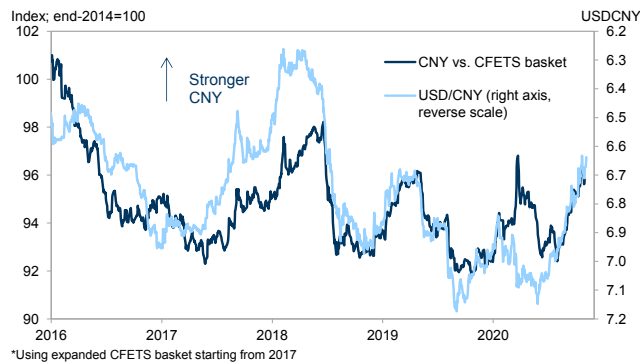
7. 当社は依然としてアジア太平洋市場全般について強気だが、この姿勢は米国大統領選挙後にさらに強まった感がある。バイデン政権では、関税や金融制裁が一段と大きくエスカレートするリスクや、さらに全般的な米国の政策不透明感リスクは小さくなる可能性が高い。上院を共和党が支配することによる米国の景気刺激策が制約される可能性があり、既に債券市場ではラリーが生じており、アジア太平洋地域の債券は相対的に妙味が増している。特に、当社は先進国との魅力的な金利差(図表 7)、継続する債券指数組み入れ、人民元の一段高見通しを理由に、中国国債を引き続き推奨する。インドも利回りが相対的に魅力的で、2021年初めに当社予想通りにディスインフレーションが実現すれば、政策金利に低下余地がある。為替では、アジア太平洋地域通貨は対米ドルで全般的に上昇し、相対的に高い成長率、金利差、低バリュエーション、米国による関税引き下げの可能性を背景に、中国が同地域の通貨を先導すると予想する。当社は観光旅行の再開前、または開始と同時に原油需要が上向くとの見解に基づき、キャリートレードで対TWDでSGDロング、対THBでMYRロングを推奨してきた。債券については、これまでデフォルト率は低位に留まっており、当社は固有リスクがシステミック懸念へと広範に波及するとは考えていないため、アジアのハイイールド債を選好している。株式市場に関しては、当社ポートフォリオ・ストラテジストはデジタル経済の成長と市場動向を理由に中国株(HおよびA株)、並びに韓国株を引き続き選好している。

図表 7: 中国国債利回りは主要市場の中でも傑出



出所: ブルームバーグ, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 8: 人民元は上昇するが、依然として近年のレンジ内



出所: CEIC, Wind, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

Real GDP Growth (year-over-year)

	2019	2020		2021	
		GS	Consensus	GS	Consensus
Asia ex-Japan	5.2	-1.3	0.4	7.5	7.3
China	6.1	2.0	2.0	7.5	8.0
India	4.2*	-10.3*	-9.7*	13.0*	10.9*
South Korea	2.0	-1.3	-1.1	3.6	3.2
Hong Kong	-1.2	-5.0	-7.0	7.1	4.3
Taiwan	2.7	1.9	1.0	3.7	3.2
ASEAN	4.5	-3.5	-3.3	6.5	5.8
Singapore	0.7	-5.8	-6.0	6.2	5.5
Malaysia	4.3	-5.7	-4.9	6.8	6.0
Thailand	2.4	-7.2	-7.1	4.8	4.5
Indonesia	5.0	-1.8	-1.3	6.1	5.2
Philippines	6.0	-7.4	-7.8	8.6	7.4
Vietnam	7.1	2.5	2.8	7.7	7.9
Japan	0.7	-5.3	-5.6	3.3	2.5
Australia	1.8	-4.1	-3.6	4.7	3.0
New Zealand	2.2	-4.7	-5.0	5.9	4.5
USA	2.2	-3.5	-4.0	5.3	3.8
Euro area	1.3	-7.2	-7.8	5.3	5.4

^aGS estimates for annualized growth rate of potential output from 2017-21
^{*}Fiscal year basis (forecast), 2020 is India FY21 (April 2020-Mar 2021).
 Source: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research.

出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

Consumer Prices (year-over-year)

	2019	2020		2021	
		GS	Consensus	GS	Consensus
Asia ex-Japan	2.7	2.9	2.9	2.1	2.6
China	2.9	2.7	2.8	1.1	2.2
India	4.8*	6.0*	5.5*	4.6*	4.4*
South Korea	0.4	0.5	0.5	1.2	1.1
Hong Kong	2.8	0.6	0.8	1.4	1.8
Taiwan	0.6	-0.2	-0.2	0.9	1.0
ASEAN	2.0	1.3	1.3	2.3	2.3
Singapore	0.6	-0.2	-0.4	0.9	1.0
Malaysia	0.7	-1.1	-1.0	2.8	1.8
Thailand	0.7	-0.8	-1.0	1.4	1.0
Indonesia	2.8	2.1	2.2	2.3	2.7
Philippines	2.5	2.5	2.4	3.0	3.0
Vietnam	2.8	3.3	3.3	3.1	3.1
Japan	0.5	0.0	0.0	0.0	0.2
Australia	1.6	0.8	0.6	1.7	1.5
New Zealand	1.6	1.7	1.6	1.7	1.4
USA	1.8	1.2	1.2	1.6	1.9
Euro area	1.2	0.3	0.3	0.9	1.0

^{*}Fiscal year basis (forecast), 2020 is India FY21 (April 2020-Mar 2021).

出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

Policy Interest Rates (percent)

	Current	2020		2021	
	6-Nov	GS	Consensus	GS	Consensus
Asia ex-Japan					
China	2.31	2.20	-	2.25	-
India	4.00	4.00	3.90	3.65	3.70
South Korea	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Hong Kong	-	-	-	-	-
Taiwan	1.13	1.13	1.15	1.13	1.15
ASEAN					
Singapore	-	-	-	-	-
Malaysia	1.75	1.75	1.60	1.75	1.65
Thailand	0.50	0.25	0.40	0.25	0.50
Indonesia	4.00	3.75	3.90	3.50	3.85
Philippines [^]	2.25	2.00	2.10	2.00	2.10
Vietnam	4.00	4.00	3.95	4.00	4.25
Japan	-0.03	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Australia	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
New Zealand	0.25	0.25	0.20	0.25	-0.15
USA	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
Euro area	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50

Policy interest rates: China: 7-day repo (intraday), India: repo rate; Korea: 7-day repo; Thailand: 1-day repo, Philippines: repo rate, Indonesia: 7-day reverse repo rate, Taiwan: rediscount rate; Vietnam: re-financing rate; USA: Fed funds effective rate, Euro Area: Deposit facility rate, Japan: Overnight call rate.
[^]Starting from 2016 Q2, we forecast the overnight reverse repurchase facility (RRP) rate

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

付属開示事項

レギュレーションAC

私、アンドリュー・ティルトンは、ここに本レポートで表明された全ての見解が、私個人の見解を正確に反映したものであり、当社の業務や顧客との関係への配慮により影響を受けていないことを証明します。

特に断りがない限り、本レポートの表紙に掲載されている個人はゴールドマン・サックスのグローバル投資調査部のアナリストです。

開示事項

規制に基づく開示事項

米国法ならびに米国の規制に基づく開示事項

本資料に記載された企業に要求される以下の開示事項に関しては、上記の各会社に関する規制に基づく開示事項をご参照ください：主幹事会社または共同主幹事会社の役割；1%またはその他の持分；特定の業務に係る報酬の受領；顧客関係の種類；過去の証券公募における主幹事会社または共同主幹事会社の役割；役員の兼務；株式については、マーケット・メーカーおよび/またはスペシャリストの任務。ゴールドマン・サックスは本資料に記載された発行体の債券(あるいは関連する派生商品)の自己勘定売買を行います、あるいは行う場合があります。

追加の開示事項：**証券の保有ならびに実質的な利害の対立**：ゴールドマン・サックスの方針では、アナリスト、アナリストの下で業務を行うプロフェッショナル、およびその同居家族が、アナリストが調査対象としている企業の証券を保有することを禁止しています。**アナリストの報酬**：アナリストの報酬は、投資銀行部門の収益を含むゴールドマン・サックス全体の収益も考慮した上で決定されています。**アナリストによる役員の兼務**：ゴールドマン・サックスの方針では通常、アナリスト、アナリストの下で業務を行う者、またはその同居家族が、アナリストが調査対象としている企業の役員、取締役または顧問を兼務することを禁止しています。**米国以外のアナリスト**：米国以外のアナリストは必ずしもゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーの外務員ではなく、したがって調査対象企業とのコミュニケーション、公の場への登場、保有証券の売買を規制するFINRAの規則2241あるいは規則2242の適用対象とならない場合があります。

米国以外の管轄地域の法律や規制に基づく追加の開示事項

以下の開示事項は、米国法ならびに規制に基づきすでに記載された項目以外に、各管轄地域で開示が求められているものです。**オーストラリア**：ゴールドマン・サックス・オーストラリアPty Ltdおよびその関連会社はBanking Act 1959 (Cth)で定義されるオーストラリアの公認預金受入機関ではなく、オーストラリアにおいて銀行サービスを提供することも銀行業務を営むこともありません。本資料および本資料の入手や利用は、ゴールドマン・サックスが別段に合意した場合を除き、Australian Corporations Actで定義されている”wholesale clients”のみを対象としています。調査資料の作成にあたり、ゴールドマン・サックス・オーストラリア投資調査部の社員が、調査資料で言及する企業およびその他の事業体が主催する会社訪問や工場見学、その他会合に出席することがあります。ゴールドマン・サックス・オーストラリアがかかる訪問や会合に関する状況に照らして適切かつ妥当と判断した場合には、その訪問や会合の費用の一部または全額を当該発行体が負担することがあります。本資料において金融商品に関してなんらかの意見が含まれる場合は一般的な見解であり、個々のお客様の投資目的、財務状況、もしくは必要性を考慮することなくゴールドマン・サックスが作成したものです。お客様は、これらの意見に基づき投資行動をとる場合、当該意見が自身の投資目的、財務状況、必要性に鑑み適切であるかを事前にご考慮ください。オーストラリアおよびニュージーランドのゴールドマン・サックスにおける利益相反に関する開示事項並びにゴールドマン・サックスにおけるオーストラリアセールサイドリサーチの独立性に関するポリシーは

<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html> をご覧ください。**ブラジル**：ブラジル証券取引委員会(CVM)

Instruction 598に関する開示情報については、<https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html> をご覧ください。CVM Instruction 598第20項が適用される場合、本文の最後に特に明記のない限り、本資料の最初に記載された最初のアナリストが、同項が定義する、本資料の内容に主たる責任を負う、ブラジルで資格登録されたアナリストとなります。**カナダ**：ゴールドマン・サックス・カナダ・インクはゴールドマン・サックス・グループ・インクの関連会社であり、したがってゴールドマン・サックス(上記定義)に関する会社に関する規制に基づく開示の対象に含まれます。ゴールドマン・サックス・カナダ・インクは、本資料を顧客に広範に配布する場合、その範囲において本資料を承認するものとし、またその内容に責任を負うことに同意しているものとします。**香港**：本資料に記載された、当社アナリストが調査対象としている企業の有価証券に関し、さらに詳しい情報がご入用の際には、ゴールドマン・サックス(アジア)L.L.C.にお問い合わせください。**インド**：本資料に記載された企業に関しさらに詳しい情報がご入用の際には、ゴールドマン・サックス(インド)セキュリティーズ・プライベート・リミテッド、SEBIにおけるリサーチアナリスト登録番号

INH000001493、951-A, Rational House, Appasaheb Marathe Marg, Prabhadevi, Mumbai 400 025, India、法人登記番号U74140MH2006FTC160634、電話番号+91 22 6616 9000、Fax +91 22 6616 9001までお問い合わせください。ゴールドマン・サックスは本資料に記載された企業の(Indian

Securities Contracts (Regulation) Act 1956第2項(h)で定義される)証券を1%以上実質保有している場合があります。**日本**：金融商品取引法第37条に定める事項の表示をご参照ください。**韓国**：本資料及びそのアクセスは、ゴールドマン・サックスとの別段の同意がない限り、韓国金融投資サービスおよび資本市場法の「プロフェッショナル投資家」に向けたものです。本資料に記載された企業に関しさらに詳しい情報がご入用の際には、ゴールドマン・サックス(アジア)L.L.C. ソウル支店までお問い合わせください。**ニュージーランド**：ゴールドマン・サックス・ニュージーランド・リミテッドおよびその関連会社は(Reserve Bank of New Zealand Act 1989で定義される)「登録銀行」でも「預金受入機関」でもありません。本資料および本資料の入手や利用は、ゴールドマン・サックスが別段に合意した場合を除き、Financial Advisors Act 2008で定義されている”wholesale clients”のみを対象としています。オーストラリアおよびニュージーランドのゴールドマン・サックスにおける利益相反に関する開示事項は

<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html> をご覧ください。**ロシア**：ロシア連邦で配布される調査レポートは、ロシア法で定義される広告ではなく、商品の宣伝を主目的としない情報・分析に該当するものであり、ロシアの資産評価に関する法の意義の範囲内における評価を提供するものではありません。調査レポートは、ロシア法ならびに規制に基づく個人向けの推奨を構成するものではありません。また、特定のお客様に向けたものではなく、お客様の財務状況、投資プロファイルまたはリスクプロファイルを分析することなく作成したものです。本資料に基づくお客様やその他の投資行動について、ゴールドマン・サックスは一切の責任を負いかねます。**シンガポール**：本資料に関するあらゆる事柄については、シンガポール金融管理局の規制を受け、本資料の法的責任を負っているゴールドマン・サックス(シンガポール)Pte.(Company Number: 198602165W)までお問い合わせください。**台湾**：本資料は情報提供のみを目的としたものであり、当社の承諾なしに転載することはできません。投資に際しましては、各自の投資リスクを慎重にご検討ください。投資の結果につきましては個々の投資家が責任を負うものとします。**英国**：英国金融行動監視機構の規則において個人投資家の定義に該当するお客様は、本資料を本資料で取り上げた、当社アナリストが調査対象としている企業に関する過去のゴールドマン・サックス・レポートと関連してお読みいただき、ゴールドマン・サックス・インターナショナルから送られたリスク警告を参照して下さい。これらのリスク警告の写しや本資料で使用した金融用語の用語解説をご希望の方は、ゴールドマン・サックス・インターナショナルまでお問い合わせ下さい。

欧州連合：投資推奨または投資戦略を推奨、提案するその他の情報の客観的な提示、および個人の利益の開示または利益相反の表明の技術的な手続きに関する規制技術基準についての欧州議会および理事会規則(EU) No 596/2014を補足する欧州委員会委任規則(EU) (2016/958)の第6条2項に関連する開示情報は、欧州での投資調査に関する利益相反管理方針を記載した<https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html> でご覧いただけます。

グローバル調査資料：配布機関

ゴールドマン・サックスのグローバル・インベストメント・リサーチ部門は、全世界でゴールドマン・サックスのお客様向けに調査資料の発行と配布を行っています。世界各地のゴールドマン・サックスのオフィスに勤務するアナリストは、業界および企業、マクロ経済、為替、市況商品、ポートフォリオ戦略に関する調査資料を発行しています。本資料の配布については、オーストラリアではゴールドマン・サックス・オーストラリアPtyリミテッド

(ABN 21 006 797 897)が、ブラジルではゴールドマン・サックス・ドゥ・ブラジル・コレトラ・デ・ティツロス・エ・ヴァロレス・モビリアリオスS.A.が、オランダではゴールドマン・サックス・ブラジル：0800 727 5764 および/または ouvidoriagoldmansachs@gs.com (平日の午前9時から午後6時にお問い合わせください)。Ouvitoria Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou ouvidoriagoldmansachs@gs.com. Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h, カナダではゴールドマン・サックス・カナダ・インクまたはゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーが、香港ではゴールドマン・サックス(アジア)LLCが、インドではゴールドマン・サックス(インド)セキュリティーズ・プライベート・リミテッドが、日本ではゴールドマン・サックス証券株式会社が、韓国ではゴールドマン・サックス(アジア)LLC ソウル支社が、ニュージーランドではゴールドマン・サックス・ニュージーランド・リミテッドが、ロシアでは000ゴールドマン・サックスが、シンガポールではゴールドマン・サックス(シンガポール)Pte(Company Number: 198602165W)が、米国ではゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーが、これを行います。ゴールドマン・サックス・インターナショナルは英国および欧州連合内での本資料の配布を承認しています。

欧州委員会：英国ブルーデンス規制機構により認可され、英国金融行動監視機構ならびに英国ブルーデンス規制機構の監督を受けるゴールドマン・サックス・インターナショナルは、欧州連合域内および英国国内における本資料の配布を承認しております。

一般的な開示事項

本資料はお客様への情報提供のみを目的としています。ゴールドマン・サックスに関する開示事項を除き、本資料は信頼できるとされる現在の公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性に関する責任を負いません。本資料に記載された情報、意見、推定、予想等は全て本資料発行時点のものであり、事前の通知なしに変更される場合があります。当社は本資料中の情報を合理的な範囲で更新するようにしていますが、法令上の理由などにより、これができない場合があります。定期的に発行される一部の業界レポートを除いて、大部分のレポートはアナリストの判断により変則的な間隔を置いて発行されます。

ゴールドマン・サックスは、投資銀行業務、投資顧問業務および証券業務を全世界で提供する総合金融会社です。当社はグローバル・インベストメント・リサーチ部門が調査対象としている企業の大部分と投資銀行その他の業務上の関係を持っています。米国のブローカー・ディーラーであるゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーは証券投資家保護公社(SIPC) (<https://www.sipc.org>)に加盟しています。

当社のセールス担当者、トレーダーその他の従業員は、口頭または書面、本資料で述べられた意見と異なる内容の市場に関するコメントや投資戦略を、当社の顧客およびプリンシパル取引部門に提供することがあります。当社の資産運用部門、プリンシパル取引部門、投資部門は、本資料で示された投資見解や意見と整合しない投資決定を下すことがあります。

当社および当社の関連会社、役員、社員は、法令あるいはゴールドマン・サックスのポリシーで禁じられていない限り、本資料に記載された証券または派生商品(もしあれば)の買い持ちや売り持ち、および売買を時として行うことがあります。

当社主催のコンファレンスで、当社の他の部門の従業員を含む、サードパーティのスピーカーが示す見解は、必ずしもグローバル投資調査部の見解を反映したものではなく、また当社の公式見解でもありません。

ここで述べるサードパーティは、セールス担当者、トレーダー、その他プロフェッショナル、およびその同居家族を含み、本資料で言及された金融商品について、本資料を執筆したアナリストの見解と相反するポジションをとることがあります。

本資料は市場や業種、セクターを越えた投資テーマに重点を置いています。本資料は当社が言及する業種またはセクター内の個別企業の見通しやパフォーマンスを識別しようとするものではなく、個別企業の分析を提供しようとするものでもありません。

本資料における、ある業種またはセクター内の一つもしくは複数のエクイティまたはクレジット証券に関する取引推奨は、いずれも本資料で論じた投資テーマを反映するものであり、テーマから切り離して当該証券を推奨するものではありません。

本資料は売却・購入が違法となるような法域での有価証券の売却もしくは購入を勧めるものではありません。本資料は個人向けの推奨を構成するものではなく、また個々のお客様の特定の投資目的、財務状況、もしくは要望を考慮したものではありません。お客様は、本資料のいかなる意見または推奨に基づき投資行動をとる場合でも、その前にそれらがお客様の特定の状況に当てはまるか否かを考慮に入れるべきであり、必要とあれば税務アドバイザーも含めて専門家に助言を求めて下さい。本資料に記載されている投資対象の価格と価値、およびそれらがもたらす収益は変動することがあります。過去の実績は将来のパフォーマンスを約束するものではありません。将来の収益は保証されているわけではなく、投資元本割れが生じることはあり得ます。為替変動は特定の投資の価格と価値、およびそれらがもたらす収益にマイナスの影響を与えることがあります。

先物、オプション、およびその他派生商品に関する取引は大きなリスクを生むことがあり、すべての投資家に適切な取引ではありません。投資の際にはゴールドマン・サックスの担当者もしくはウェブサイト<https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>および<https://www.fiaadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures/1/fia-uniform-futures-and-options-on-futures-risk-disclosures-booklet-pdf-version-2018>を通じて入手可能なオプションおよび先物に関する最新の開示資料をよくお読みください。オプションの買いと売りを組み合わせたスプレッドなどのオプション戦略では取引コストがかなり高くなる場合があります。関連資料をご希望の方はお申しつけください。

グローバル投資調査部が提供する異なるレベルのサービス：当社グローバル投資調査部が提供するサービスのレベルならびに種類は、コミュニケーションを受け取る頻度や手段に関するお客様のご要望、お客様のリスク特性や投資の重点分野ならびに大局的な投資観(市場全体、セクター固有、長期、短期等)、当社との顧客関係全体の規模や範囲、法律や規制による制約といった様々な要因により、当社の社内顧客および社外の他の顧客に提供されるサービスと異なる場合があります。一つの例として、特定の有価証券に関する調査資料の発行時に通知を依頼されるお客様もいれば、当社顧客向け内部ウェブサイトでも入手可能なアナリストのファンダメンタル分析の基礎となる特定のデータの、データフィードその他手段による電子配信を依頼されるお客様もいます。アナリストの根本的な調査見解の変更(株式の場合はレーティングや目標株価、業績予想の大幅な変更など)については、かかる情報を含む調査レポートが作成され、当社顧客向け内部ウェブサイトへの掲載という電子的発行または必要に応じてその他手段により、当該レポートがそれを受け取る資格のあるすべての顧客に広範に配布されるまでは、いかなる顧客にも伝達されることはありません。

すべての調査資料は電子的発行手段により当社の顧客向け内部ウェブサイトですべての顧客に一斉に配布され、閲覧可能となります。調査資料のすべての内容が当社顧客向けに再配布されたり、第三者のグリゲーターに提供されたりするわけではなく、ゴールドマン・サックスは第三者のグリゲーターによる当社の調査資料の再配布に責任を負っているわけでもありません。一つ以上の有価証券や市場、資産クラス(関連サービス含む)に関してご利用可能な調査資料やモデル、その他データについては、当社の営業担当者にお問い合わせいただくか、<https://research.gs.com>をご覧ください。

その他の開示事項については、<https://www.gs.com/research/hedge.html>をご参照いただくか、200 West Street, New York, NY 10282のリサーチ・コンプライアンスから入手することができます。

金融商品取引法第37条に定める事項の表示

本資料とともに、金融商品取引をご案内させていただく場合は、各金融商品取引の資料をよくお読みください。金融商品取引を行われる場合は、各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、関連する特殊リスクがあり、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、現時点では具体的な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、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該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：ゴールドマン・サックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第69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

© 2020 ゴールドマン・サックス

本書の一部または全部を、ゴールドマン・サックス・グループ・インクの事前の書面による承諾がない限り、(i) 複写、写真複写、あるいはその他のいかなる手段において複製すること、または(ii) 再配布することを禁じます。