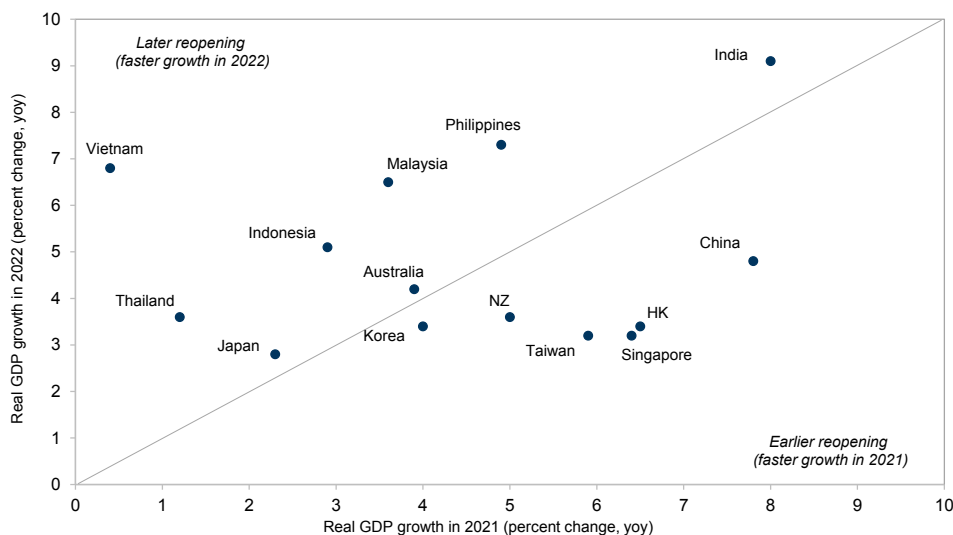


# アジアViews: 2022年見通し-正常化の年



1. アジア太平洋地域は、世界の他地域よりも新型コロナウイルスの感染拡大の抑制に成功しているが、代わりに制限は厳しく、これまでの経済活動の回復も緩やかだ。来年については、規制解除によって潜在成長率に向けた回復が可能となり、当社は経済活動再開が遅れていた地域、特に東南アジアとインドの成長が加速する(図表1)と予想する。これにコアインフレ率の上昇が相まって、金融政策引き締めへの全般的な政策転換が見られよう。

図表 1: ASEAN諸国とインドは経済活動再開に伴い、2022年通年の成長が加速する見通し



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

2. 中国について、当社は2022年の成長率をコンセンサス予想を下回る4.8%と予想する。これは、経済がすでに潜在成長率に近いこと、外需の伸びがそれほど堅調ではないこと、「ゼロコロナ」政策の継続、および中国の大手不動産建設セクターの一段の収縮を反映している(図表2および3)。こうした逆風(または追い風の弱まり)に伴い、マクロ経済的な「政策プット」は以前よりもやや低い水準で行使されると当社は予想している。政策担当者は、年初来、前四半期比成長率が2-3%に鈍化することを許容してきたが、前年比の数字の方が良好であることは明らかであり(上期は12%超、3Qは5%近く)、当社は3Qの1%を下回る前四半期比成長が底になると予想してい

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

馬場 直彦  
+81(3)6437-9960 |  
naohiko.baba@gs.com  
Goldman Sachs Japan Co., Ltd.

グフン・クワン, CFA  
+852-2978-0048 |  
goohoon.kwon@gs.com  
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

ヒュイ・シャン  
+852-2978-6634 | hui.shan@gs.com  
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

アンドリュー・ボーク  
+61(2)9321-8576 |  
andrew.boak@gs.com  
Goldman Sachs Australia Pty Ltd

ウィリアム・ニクソン  
+61(2)9321-8839 |  
william.nixon@gs.com  
Goldman Sachs Australia Pty Ltd

太田 知宏  
+81(3)6437-9984 |  
tomohiro.ota@gs.com  
Goldman Sachs Japan Co., Ltd.

Santanu Sengupta  
+91(22)6616-9042 |  
santanu.sengupta@gs.com  
Goldman Sachs India SPL

ジョナサン・セケイラ  
+65-6889-2472 |  
jonathan.sequeira@gs.com  
Goldman Sachs (Singapore) Pte

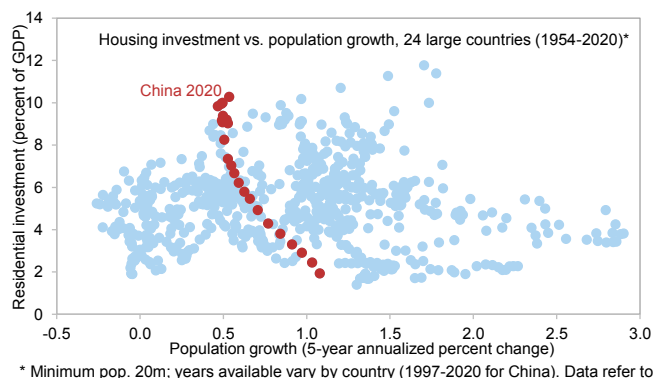
田中 百合子  
+81(3)6437-9964 |  
yuriko.tanaka@gs.com  
Goldman Sachs Japan Co., Ltd.

魏 静娴  
+86(10)6627-3189 | maggie.wei@ghsl.cn  
Beijing Gao Hua Securities Company  
Limited

ビル・ズ  
+61(3)9679-1855 | bill.zu@gs.com  
Goldman Sachs Australia Pty Ltd

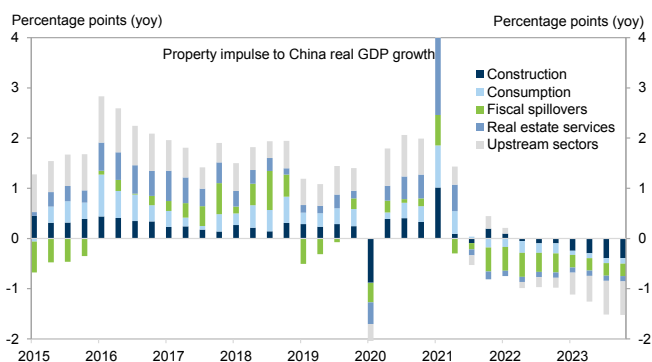
る。2022年上期は過去の景気低迷期と同様に、財政刺激策とインフラ支出が追加されるだろうが、政策担当者は目先の成長を最大化するよりも、認識されているリスクや脆弱性(過剰なレバレッジを含む)に対処する意向を示しているため、過去の対処よりは限定的だろう。中国の政策は、指導者たちが来たる第20期党大会に時間を割くこと、ゼロコロナ政策の継続、「共同富裕」の推進、不動産セクターの減速やエネルギー不足などの国内リスクの管理を鑑みると、2022年もかなり国内を重視したものとなる可能性が高い。

図表 2: 中国不動産セクターは国際的な視点に立つと大きい



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

図表 3: 今後数年間にマイナスの「不動産インパルス」が強まると予想される



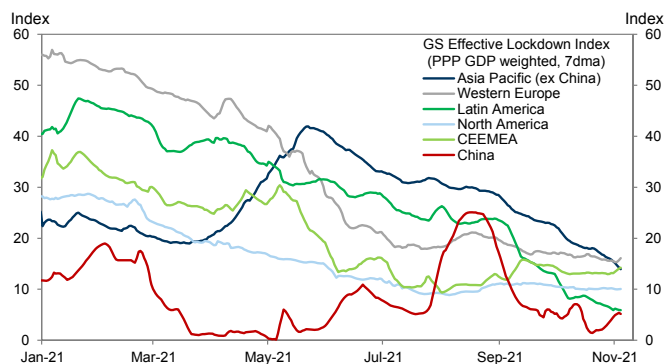
出所：ハーバーアナリティクス、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

3. こうした成長減速にもかかわらず、2つの理由により、**中国から他地域への波及は小さいと当社は予想している**。第1に、不動産セクターは、川上の素材産業から川下の不動産サービス、引っ越し関連の消費、土地売買を通じた財政政策まで、波及効果は大きいですが、これらはほぼ国内産業だ(不動産の最終需要において付加価値の10%超が輸入されているにすぎない)。国外への最大の波及はおそらく、川上のコモディティー取引量と価格、特に鉄鉱石(中でもオーストラリア関連)を通じたものだろう。第2に、少なくとも中国の標準からすれば平凡な成長にもかかわらず、人民元はこれまでのサイクルの上昇分を概ね維持し、かなり安定した水準を保つと当社は予想している。持続的な輸出好調と、中国人の海外旅行を抑制してきた厳しい国境検疫(4Qの第20回党大会まで続く可能性が高い)を反映した、堅調な経常黒字、並びに株式および債券指数への組入れに伴うポートフォリオ資金の流入が継続し、人民元を下支えする見通しだ。但し、海外の金利上昇および政策担当者による一層の人民元高に対する警戒感もあり、上昇幅は抑制される可能性が高い。

4. 2022年の輸出は**アジア太平洋地域の成長にとり、弱まるとはいえ、引き続き追い風となる**だろう。他国の経済活動再開は、ポジティブな効果とネガティブな効果の両方をもたらすだろう。来年の世界経済成長は堅調だろうが、財消費からサービス消費へ一定のシフトが見られるかもしれない。中国はパンデミックの間に輸出市場シェアを大幅に拡大しているが(当社推定では世界の財輸出の約2pp)、当社は中国の輸出数量は来年1桁台半ばから後半まで伸びると予想している。中国以外のアジア地域でも輸出市場シェアは総じてやや増加している。輸出成長のペース(絶対値)は、これが特に好調だった北アジア諸国で鈍化するだろうが、これを相殺するポジティブな要因も出現するだろう。第1に、サプライチェーンの逼迫はピーク、またはそれに近い状態にある。輸送コストの一部指標は低下してきており、また半導体供給のボトルネックが緩和される中で、自動車生産は地域全体で回復するだろう。第2に、2022年の海外の財消費の伸びは鈍化するかもしれないが、投資および在庫積み増しは堅調に進む可能性が高い。

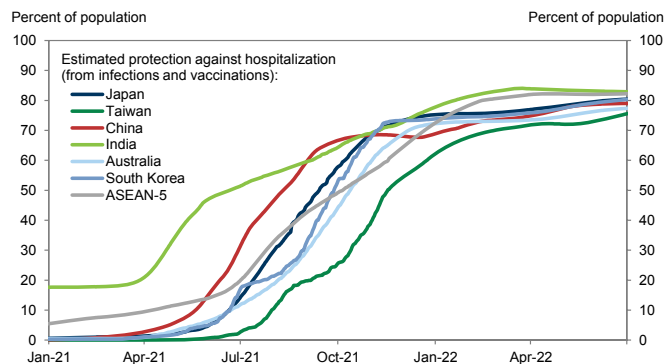
5. 地域全体に目を向けると、2022年の成長の主な牽引役は、新型コロナ関連の制限緩和になるだろう。新型コロナウイルスの感染抑制が特に奏功した地域(中国、台湾、韓国、および最近になって拡大が見られるとはいえ、ニュージーランド)では、経済はすでに概ね正常化しており、2022年にはトレンド成長率に近づくだろう。「デルタ株」の感染拡大により、混乱が長引いた国(2Qのインド、3Qの日本、オーストラリア、東南アジアの大半)では、短期的および2022年通年で、より印象的な成長率の追い上げが見られるだろう(図表4)。当然ながら、コロナの感染再拡大がリスクとして残るが、北東アジアとANZ(オーストラリアとニュージーランド)全体のワクチン接種率は約80%に上り、他地域でも急速に上昇しているため、今後感染拡大の波があっても、重症化リスクは低くなるだろう(図表5)。入院率を約90%低下させる可能性がある「コロナ治療薬」の開発も朗報だ。中国、香港、そしておそらく台湾は、感染拡大を抑制するための厳格な国境検疫、一時的な都市封鎖を伴うゼロコロナ政策を2022年も継続するだろう。アジア域内の他国は、新規感染者数ではなく、病床/ICUの使用率を制限の強度の指針とする、世界の他国により近いスタンスに向けて移行するだろう。

図表 4: アジア太平洋(中国を除く)は「デルタ」株の感染拡大以降、世界で最も厳格な国内規制を実施



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部, University of Oxford (covidtracker.bsg.ox.ac.uk), Google LLC “Google COVID-19 Community Mobility Reports”, Wind

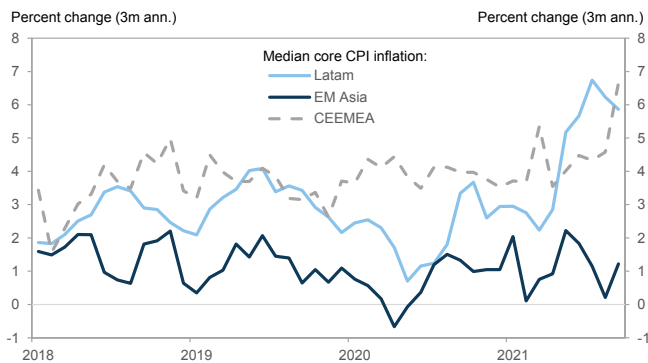
図表 5: 新型コロナ感染後の重症化に対する地域のプロテクションは、2022年初めまでに非常に高水準に達する



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

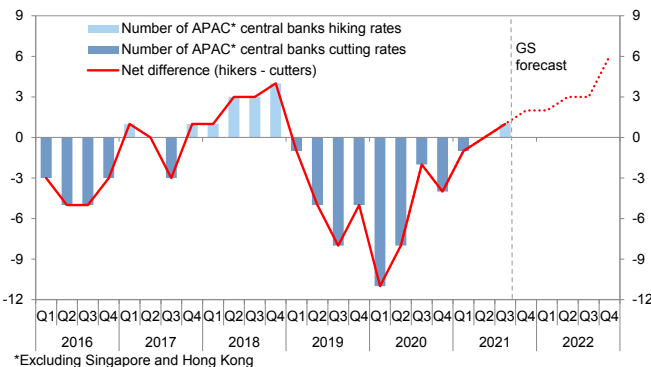
6. 基調的なインフレ圧力は強まるだろうが、政策の決定要因とはならないだろう。世界の多くの他地域とは異なり、CPIインフレ率はまだ概ね中銀の目標水準に沿っている。これは、出発点となる比較基準が低いことと、特に新興国市場でコアインフレ率と食品インフレ率が乖離する傾向が見られることを反映している(図表6)。主な不確実要因は、これがどの程度まで経済活動再開の遅れに突起するものか(その場合、アジアのインフレ圧力は2022年にかなり高まる可能性がある)、あるいは、より限定的な需要刺激策、インフレ期待の安定、為替レート安定化などの要因によるものかの見極めだ。当社の見解では、これらの要因はそれぞれ有効で、2022年はアジアの新興国の大半でコアインフレ率が上昇すると予想されるものの、上昇率は50-100bpの範囲となり、中南米や中東欧・中東・アフリカが最近経験したほど深刻なものにはならないだろう。食品インフレ率は、気象の「ラニーニャ」現象のパターンと中国の豚肉価格の下落によって抑制されてきた。短期的には、これらの良好な状況は継続する予想だ。エルニーニョのサイクルのバロメーターである多変量ENSO指数は、過去10年間で最低水準にあり(大半がラニーニャだとみられる)、また当社は「豚肉価格サイクル」が2022年半ばまで上向かないと予想している。ただし、食品価格インフレ率は予測が困難であり、過去の経験は、来年遅くまでに少なくとも一部の間中回帰が起こる可能性が高いことを示唆している。

図表 6: アジアと他の新興国インフレ率に大幅な乖離



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 7: 2022年はアジア太平洋で利上げサイクル拡大へ



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

7. コアインフレ率の緩やかな上昇に伴い、当社は金融および財政政策の全般的な正常化を予想している。中国および香港を除くと、調査対象であるアジア太平洋地域の中銀12行のうち、10行が2022年に金融政策を引き締めると当社は予想している(4月にシンガポールのシンガポールドルの通貨変動幅の100bpスティーブ化を含む)。例外は日本(サプライズではない)およびオーストラリアで、後者では最近のイールドカーブ・コントロールの放棄にもかかわらず、物価および賃金の上昇は依然として目標を下回っており、オーストラリア準備銀行(RBA)の基本シナリオは、2024年に利上げ開始と整合的だ。タイは、全般的な活動再開に大幅な遅れを取るであろう国際観光に経済が大きく依存しているため、政策に関する判断が難しいものの、感染・経済見通しの改善と他國中銀による政策の正常化は、タイ中銀が4Qに小幅な利上げを実施する十分な理由になると思われる。ただし、中南米および中東欧・中東・アフリカにおける最近の急激な動きとは対照的に、アジア新興国の金融政策引き締めは比較的ゆっくりとしたものになると当社は考えている。その理由の1つは、財政政策も正常化しつつあることで、新興国では初期の支援水準が低く、財政赤字は全般的に減少している。アジア地域の金融政策担当者により多くの裁量を与える可能性が高いその他の要因として、実質政策金利の上昇、経常収支の改善、比較的安定した為替レート(人民元が地域の下支え役となっているため)がある。

8. 来年は、アジア太平洋地域全体で、重要な政治イベントが目白押し。中国では、2022年10月または11月の第20回党大会が焦点だ。ここでは中央政治局常務委員会が発表され、習主席が5年の任期延長で再選される運びだ。これに先駆けて、省の執行部や数多くの国家レベルの役職の異動が実行される。北京冬季五輪後の、3月の年次「两会」は例年同様、政策の方向性に関する重要な指針となる(香港は3月27日に次期行政長官を選出する)。韓国は、3月に大統領選挙を実施する。与党民主党の李在明氏と、「国民の力」の尹錫悦氏はいずれも最近の予備選で選出された主要候補者だ。南アジアおよび東南アジアでは、政治イベントはやや少なく、5月のフィリピン国政選挙が主なイベントとなる。タイおよびマレーシアでは、次回選挙はそれぞれ2023年3月と7月の予定だが、前倒しされる可能性がある。インド最大の州であるウッタル・プラデーシュ州では、2月または3月に選挙が実施され、これは与党インド人民党(国家および同州の最大政党)に対する信任投票となるとみられている。オーストラリアでは、2022年5月までに連邦選挙が実施されるはずだ。新人でも再選でも、指導者の多くは、国境の再開放、財政赤字の削減、パンデミックによる経済的および社会的な爪痕への対応など、コロナ禍後の政策正常化に注力する必要があるだろう。市場にとって重要な問題は、彼らがこのコロナ後

の政策対応に、中央銀行の金融または為替政策をどの程度利用するかどうか。

9. まとめると、当社は2022年がアジア太平洋地域にとって、正常化の年になると予想する。経済成長は潜在成長率に近くなり、基調的インフレ率はコロナ前の水準に近づき、パンデミック期の景気刺激策は一部終了するだろう。これにより、経済の正常化にまだ不確実性がある、または完全に織り込まれていない地域(東南アジアの一部など)、あるいは回復ペースが過剰に楽観されている地域(韓国またはオーストラリアの金融政策の引き締めなど)に、市場機会が生じるだろう。中国では、2020年に経済活動がすでに回復し、政策が再び引き締めへ転じたが、極端な見解(ネガティブな見解は、政策担当者が不動産市場の崩壊を傍観するという考えの後退、ポジティブな見解は、中国が5%台半ば、またはそれ以上の成長を実現すると市場が過信するというもの)が弱まれば、市場機会が生じると思われる。当社の見解に対する主なリスクは、サプライチェーンのボトルネックがさらに長期化または悪化すること、こうしたボトルネックやその他の経済活動再開圧力によって、インフレ率上昇がさらに加速すること、現在のワクチンが効かない新たな変異株の流行が長引くリスク、また最後に重要なこととして、中国の規制およびマクロ政策反応関数の不確実性を挙げておく。

アジア太平洋と世界の他地域に関する当社予想の詳細については、2022年見通しページをご覧ください。

## 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。

特に断りのない限り、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・カンパニーの社員ではなく、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)

Resolution n. 20に開示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 Resolution n. 20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、本資料の初め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、さらに詳しい情報をご入用の際には、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をご入用の際には、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をご入用の際には、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。

**欧州連合ならびに英国：**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(英国の欧州連合および欧州経済領域からの離脱後に英国の国内法や規制に組み込まれる委任規則も含む)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>をご覧ください。

#### 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、パブリック・コミュニケーション・チャネル・ゴールドマン・サックス・ブラジル: 0800 727 5764 および/または [contatogoldmanbrasil@gs.com](mailto:contatogoldmanbrasil@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)。Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou [contatogoldmanbrasil@gs.com](mailto:contatogoldmanbrasil@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国内での本資料の配布を承認しています。

英国が欧州連合ならびに欧州経済領域を離脱した日(「離脱日」)からは、配布機関に関する以下の情報が適用されます。

英国ブルーデンス規制機構(「PRA」)により認可され、英国金融行動監視機構(「FCA」)ならびにPRA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(「GSI」)は、英国国内における本資料の配布を承認しております。

**欧州経済領域:** PRAにより認可され、FCAならびにPRAの監督を受けるGSIは欧州経済領域内の以下の管轄地域で調査資料を配布します: ルクセンブルク大公国、イタリア、ベルギー王国、デンマーク王国、ノルウェー王国、フィンランド共和国、ポルトガル、キプロス共和国、アイルランド共和国; フランスでは、離脱日よりフランス健全性監督破綻処理機構(「ACPR」)が認可し、ACPRとフランス金融市場庁(「AMF」)が監督することになるGS - Succursale de Paris(パリ支店)が調査資料を配布します; スペイン王国では、スペイン証券取引委員会に認可されたGSI - Sucursal en España(マドリッド支店)が調査資料を配布します; GSI - Sweden Bankfilial(ストックホルム支店)はSwedish Securities and Market Act (Sw. lag (2007:528) om värdepappersmarknaden)第4章4項に基づきSFSAより「第三国支店」として認可されており、スウェーデン王国内で調査資料の配布を行います。ドイツで法人化された金融機関であり、単一監督メカニズム内で欧州中央銀行の直接のブルーデンシャル規制の対象となり、その他の点ではドイツ連邦金融監督庁(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)およびドイツ連邦銀行の監督を受けるゴールドマン・サックス・バンク・ヨーロッパSE(「GSBE」)が、ドイツ連邦共和国内および欧州経済領域内でGSIが認可されていない管轄地域で調査資料を配布します; また、デンマーク王国では、デンマーク金融監督庁の監督を受けるGSBE コペンハーゲン支店(filial af GSBE, Tyskland)が調査資料を配布します; スペイン王国では、(限られた範囲で)スペイン銀行の国内での監督対象となるGSBE - Sucursal en España(マドリッド支店)が調査資料を配布します; イタリアでは、関係する適切な範囲内でイタリア銀行(Banca d' Italia)およびイタリア証券取引委員会(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa "Consob")の国内での監督対象となるGSBE - Succursale Italia(ミラノ支店)が調査資料を配布します; フランスでは、AMFとACPRの監督対象となるGSBE - Succursale de Paris(パリ支店)が調査資料を配布します; スウェーデン王国では、限られた範囲でSwedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen)の国内での監督対象となるGSBE - Sweden Bankfilial(ストックホルム支店)が調査資料を配布します。

## 一般的な開示事項

本資料はお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思わ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動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、口頭または書面で、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、また個々のおお客様のご特定の投資目的、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お客様のご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スを求めてください。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/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る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上で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の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、第三者のア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ア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

© 2021 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)複製、写真複製、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。