

## Japan Views: 支持率悪化・円安進展を受けた岸田政権・日銀の反応関数

最近、岸田内閣の支持率には変動が見られる。ピーク時(5月)には60%程度と盤石だった支持率(各社平均値)は、8月にはほぼ50%にまで低下した(図表1)。最も低い毎日新聞社の支持率に至っては、7月から16%ポイント低下し36%と、「警戒ゾーン(30-40%)」にまで達している。自民党員の宗教団体との関係や、故安倍元首相の国葬の是非、そして政府の物価対策を巡る有権者の不満が主因とされている。加えて、コストプッシュ・インフレの主因の一つである為替は、ドル円レートが9月初には24年振りとなる140円台を付けるまで円安化している(図表2)。

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

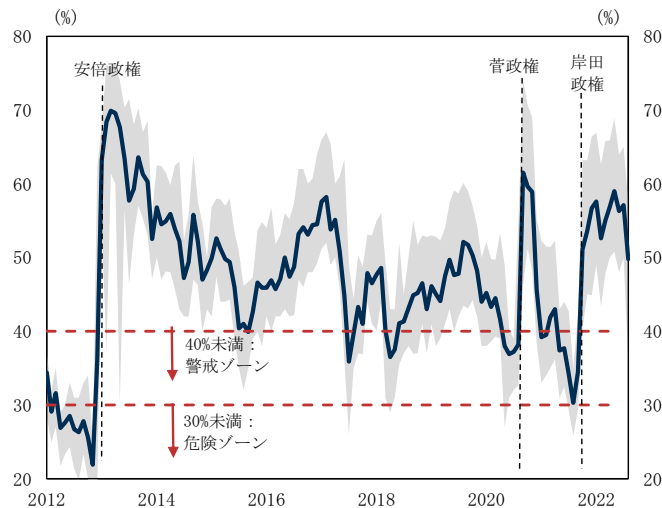
こうした状況変化を受けた岸田政権や日銀の対応が、市場で関心を集めつつある。本稿では、この点についての当社見解を整理する。結論を先取りすれば、効果的な円安是正策を持たない現状では、政府・日銀としては今後更に円安が進んだとしても、口先介入を除けば、基本的にはただ見守ることしかできないだろう。一方、支持率が低下している中、岸田政権としては、為替も強く影響する輸入物価対策は財政政策で対処する現行方針の下で、ガソリンや小麦等に対する補助金の延長・拡大を今後も継続すると思われる<sup>1</sup>。

また、岸田政権は最近、7基の原発再稼働とともに、コロナ水際対策の緩和をも打ち出している<sup>2</sup>。特に前者は、マクロ的な効果が貿易・物価両面で限定的とみられる一方、大きな政治的なリスクを伴うため、慎重に進めざるを得ないだろう。一方、後者については、インバウンド消費という円安メリットを活かす観点もあり、今回の措置が支持率回復に資するとの感触が強まれば、緩和策を今後前倒しで強化する可能性もあると、当社では考えている。

<sup>1</sup> このほか、物価高対策として、低所得者世帯に対する給付金も検討されている(9月7日付け日経)。

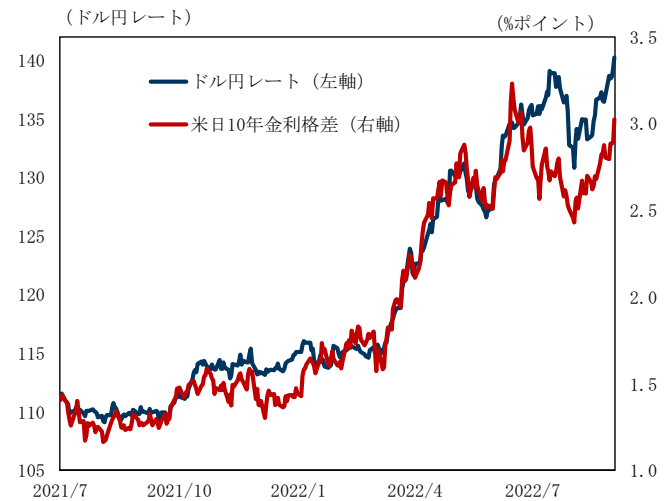
<sup>2</sup> このほか、コロナ感染者の待機期間の短縮も打ち出している(有症状者は10日から7日、無症状者は7日から5日へ)。

図表 1: 内閣支持率



出所：リアルポリティックス・ジャパン，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

図表 2: 米日10年金利格差とドル円レート



出所：データストリーム，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

### 現状、効果的な円安是正策は見当たらず/各種補助金での物価対応を強化へ

まずは、円安について見ていこう。上述のようにドル円レートが140円台に達したことで、政府・日銀の対応に再び関心が集まっている。円安是正策としては、政府(財務省)による為替介入と日銀による利上げが考えられるが、主に以下の理由から、フィージビリティは低いと、当社では引き続き考えている。

まず**為替介入**については、当社既報のとおり、実施に当たっては、事前に米国の合意を得ることが規定路線だ<sup>3</sup>。米国財務省は、為替介入は極めて例外的な局面でのみ認められるとも記している。前回、円安是正を企図して政府が為替介入に踏み切ったのは1997-1998年で、ドル円レートのレンジは概ね120-145円だった。現在は140円台にまで達しているため、相場水準的な過去の経験則では介入があっても全く不思議ではない。

ただし以下の2点を主因に、当社では引き続き為替介入のフィージビリティは低いと考えている。第1に、前回の円買い介入局面は、日本がバブル崩壊後の不良債権問題から金融危機に陥るとともに、アジア通貨危機が生じた時期に当たる。その意味では、まさに極めて例外的な局面と言えるだろう。しかし、今はそうした危機的な状況ではない。むしろ、日米両国が自発的に行っている金融政策の方向性の相違や、それを反映した金利格差、ないしは巨大貿易赤字というファンダメンタルズが主因だ。

第2に、米国では、インフレ抑制が経済政策上の最優先事項となっている。その意味では、現在のドル高は基本的には国益に適うものであり、現時点で日本の介入を許容するインセンティブは低いと思われる。

しかしそれでも、単独介入であれば実施は可能だろう。ただし、アナウンスメント効果が期待できる協調介入とは違って、単独介入の場合は効果が短期的かつ限定的であるこ

<sup>3</sup> 具体的には、米国財務省は日本の為替介入について、「Treasury's firm expectation is that in large, freely traded exchange markets, intervention should be reserved only for very exceptional circumstances with appropriate prior consultations」と記している (Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States)。

とは、政府も重々承知しているはずだ。従って、政府が能動的にできることは口先介入のみということになる。もっとも口先介入についても、4-5月にかけては、鈴木財務相が「現在の円安は悪い円安」(4月16日日経)と述べるなど、政府も積極的だったものの、最近では大きくトーンダウンしている。当社では、米国との対話の中で、政府が介入実施は困難との感触を得ていることが、この背景にあると推察している。

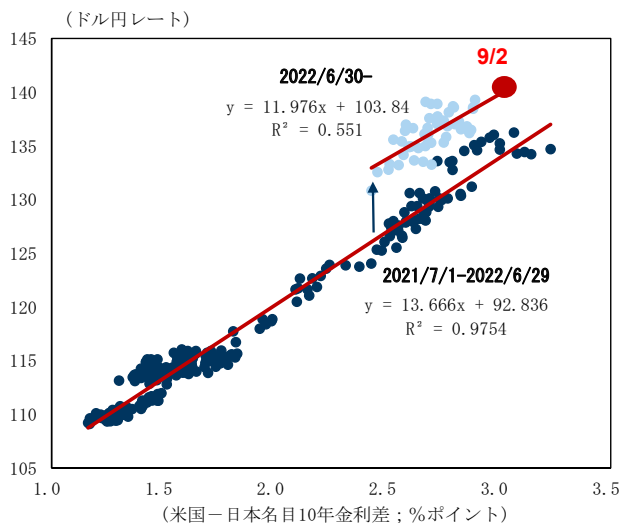
次に、**金融政策面**でも、円安是正策として利上げが選択される可能性は相当に低いと思われる。第1に、岸田政権の経済政策の基本スタンスは、物価対策には財政政策(ガソリン、小麦等に対する補助金)で対応し、金融政策は積極的な財政支出をファンディング面で長期的にサポートすることで、粘り強く慢性デフレに対応することで固まっている。また後述のように、日銀に利上げを要請した所で、円安是正に向けてできることは極めて限定的と思われる。従って、現状の路線上でガソリン、小麦をはじめとする各種補助金等を延長・拡充することで、国民の不満を軽減し、支持率の回復を目指すことになるだろう。

第2に、黒田総裁自身も、円安是正を企図した利上げに否定的であるほか、引き続き円安を容認しているように窺える。例えば、7月の金融政策会合後の記者会見では、「ドルの独歩高である以上、日銀が金利を少し引き上げて円安が止まるとは到底考えられない。金利で円安を止めるのであれば、大幅な利上げが必要となり、経済に大きなダメージを与える」と述べている。

加えて、8月下旬のジャクソンホール会議でも、黒田総裁は、「日本では奇跡的にインフレ率が2.4%まで上昇しているが、その大半がエネルギーや食品の寄与だ。年末に向けて3%に接近するかもしれないが、来年には1.5%まで減速する。従って、日銀としては賃金と物価が安定的かつ持続的に上昇するまで、現在の金融緩和を継続するしか道はない」と主張している。FRBのパウエル議長がタカ派的なトーンを強く打ち出した同じ会議での発言であることに鑑みれば、黒田総裁は円安を容認していると思わざるを得ない。

更に、米日10年金利格差とドル円レートの関係性を分析すると、6月下旬以降、両者の回帰線が円安方向に明確にシフトアップしている(図表3)。この変化の時期は、海外勢の10年金利上限に対するアタックに徹底的に対抗してイールドカーブ・コントロール(YCC)を防衛した後に、コミットメントの強さが再確認された6月日銀会合の直後に当たる(図表4)。この間、金利格差に対するドル円レートの傾き自体に大きな変化は見られず、FRBのタカ派スタンスはそのまま金利格差に織り込まれ続けていると考えられる。そのため、(為替には様々な要因が影響しており、明確に因果関係を明示することは困難ながら)このシフトアップには、日銀の強く一貫したYCC防衛姿勢が影響している可能性がある。もし、このような円安バイアスを懸念しているのであれば、黒田総裁はより慎重なコメントに終始するのではないか。

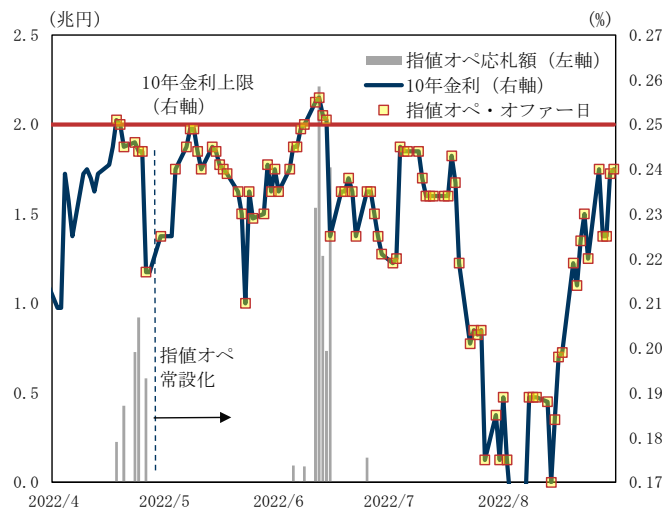
図表 3: 米日金利格差とドル円レートの変化



2022/6/29は、ブレイクポイント付き回帰分析で検出された構造変化の時期。

出所：データストリーム、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

図表 4: 10年金利と日銀の国債買入額



出所：データストリーム、日銀

### 岸田政権は、原発再稼働・コロナ水際対策の緩和に積極的

この間、岸田政権は、支持率悪化とほぼ同じタイミングで、原発再稼働とコロナ対応の水際対策の緩和を打ち出している。前者は円安デメリットの軽減、後者は円安メリットの拡大に向けた施策とも位置付けることもできる。以下で、今回決定されたそれぞれの内容とマクロ的なマグニチュードを見る。

### 原発再稼働：エネルギーの安定供給に向けて重要な決断だが、貿易・物価への影響は限定的

原発は33基現存するが、現時点では10基が稼働している。原発による発電量は、震災前の2010年度に総発電量の25%を賅っていたが(55基が稼働)、2021年度は6.5%に止まっている。今回、政府はこの10基に加え、原子力規制委員会による安全審査を通過した7基を、2023年夏より稼働させる方針とした。これらが全部再稼働し、稼働率を定格出力量の80%と仮定した場合、原発による発電量は2021年度対比で75%増加する。もっとも以下に示すとおり、これはエネルギーの安定供給に資するものではあるものの、貿易面や物価面での潜在的なマクロ・インパクトは限定的と思われる。また、岸田政権がゴーサインを出したとしても、最終的には自治体の同意が必要であるため、首尾よく再稼働が進むとも限らない。

貿易面では、原発再稼働は発電用の鉱物性燃料輸入額を減少させるが、当社試算では、現状維持シナリオ(再稼働なし)との対比で、2025年度における輸入減少額は-3720億円となった。これは2025年度の総輸入額(当社予測値)の0.3%に過ぎず、年間10兆円弱の水準が定着する貿易赤字に対する影響も限定的だ。この結果の主な背景としては、①再稼働が7基に止まること、②石油では輸送用燃料など他の用途が多く、発電用の使用が1割程度と小さいこと、③(総輸入額や貿易収支との関連で)日本では、エネルギー以外の製品輸入が増加傾向にあるため、これがエネルギー輸入の減少効果を大きく相殺してしまうことなどを挙げることができる。

次に物価面でも、以下の点からマクロ的なインパクトは限定的だ。第1に、東電以外の

多くの電力会社では、原発再稼働を所与として電気代を算定している。従って、原発再稼働が電気代値下げの原資を直接的に生む訳ではない。加えて大手電力会社は、既に全10社が燃料費上昇分を電気代に上乗せできる燃料費調整制度の上限に達している。各社にとっては経営圧迫要因となるため、いち早く原発再稼働で自社の財務上の負担を軽減したいとは思っても、燃料価格が十分に収まるまでは、電気代の引き下げを決断するには至らないと思われる。

第2に、7基の原発再稼働で総発電量に対する原子力のシェアは2021年の6.5%から12%へと上昇するが、原発由来の電気代が仮にゼロと極端な仮定を置いたとしても、電気代に対するインパクトは-1.2pp程度だ(2022年7月時点での電気代伸び率+20%を基に試算)。更に電気代のCPIシェアは3.4%に過ぎないため、CPIインフレ率の引き下げ効果は0.04pp程度に過ぎない。

### コロナ水際対策の緩和：将来の円安ベネフィットの観点で、小さくとも重要な一歩

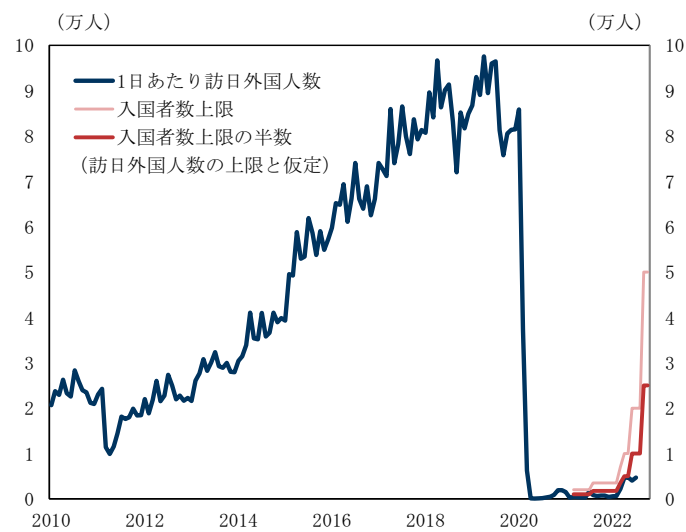
コロナ水際対策については、主に以下の2点が決定されている<sup>4</sup>。第1に、入国者数の上限を従来の1日2万人から5万人へと拡大させる。第2に、外国人観光客の入国について、添乗員を伴わないパッケージツアーについても認める扱いとし、対象国・地域も全ての国・地域に拡大する。

図表5は、コロナによる入国者上限と、実際の1日当たりの訪日外国人数を比較している。なお、これまでのところコロナ下での入国者数は外国人と日本人でほぼ半々であったため、訪日外国人数の上限を入国者上限の半分とみなしている。もっとも、最近は上限がヒットされることはなく、更にインバウンド最盛期の2018-19年にかけては、1日当たり約8.5万人の外国人が入国していたため、今回の新たな上限がコンスタントにヒットされたと仮定しても、当時の3割程度に止まる。

水際対策が既に事実上撤廃されている欧米主要国と比べれば、正常化に向けた歩みは遅いと言わざるを得ないが、インバウンド消費の促進は円安メリットを活かす点でも有望であるため、重要な一歩と言えるだろう(2019年のインバウンド消費は5兆円、GDPの0.9%)。今回の措置が国民に歓迎されることが明らかになれば、岸田政権は支持率回復のために、緩和を随時加速する可能性が高いと思われる。

<sup>4</sup> このほか、ワクチン接種を条件に、日本人を含む全ての入国者に求めている陰性証明書の提出を免除する。

図表 5: 1日当たりの訪日外国人数と入国者数の上限



出所：日本政府観光局, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

馬場直彦

# 付属開示事項

## レギュレーションAC

私、馬場 直彦は、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)

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：**この情報は情報提供のみを目的として提供されており、いかなる状況においてもゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーによるカナダの証券購入者へのカナダの証券を取引するための広告、募集売り出し、または勧誘として解釈されるべきではありません。ゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーは、適用されるカナダの証券法上カナダのいかなる法域においてもディーラーとして登録されておらず、通常カナダの証券の取引は許可されていません。カナダの法域によっては特定の証券や商品の販売が禁止されている場合があります。カナダの証券またはその他の商品のカナダでの取引をご希望される場合は、ゴールドマン・サックス・グループ・インクの関連会社であるゴールドマン・サックス・カナダ・インクまたは登録されたカナダのディーラーに連絡してください。**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に記載した<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S.A. が、ブリック・コミュニケーション・チャンネル・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・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、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SFS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会社(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ス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手段による電子配信を依



頼ら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

© 2022 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。