

アジアViews: 2020年見通しーアジア地域の成長と政策のローテーション



2020年が近づくと、来年の当社の世界経済予想の見直しを行った。本稿では2020年のアジア経済見通しの概要を記す。各国予想の詳細は今後随時発行されるレポートを参照されたい。

1. 当社は2020年のアジア地域の実質GDP成長率を4.9%と予想する。これはインドと多くの輸出型経済が予想を大きく下回ったことに特筆される、過去1年間のペースをやや上回る（図表1と2）。アジア地域の経済成長は底入れしつつあるようで、当社はいくつかの理由から、成長が今後数四半期に次第に再加速すると予想する。第一に、当社は関税による逆風は弱まると予想する（図表3）。第二に、一部の国のPMIが若干上昇し、在庫削減の兆候が散見されるなど、世界（およびアジア）の製造業サイクルは底入れの兆しが見られる（図表4）。第三に、世界的な金融緩和と貿易摩擦緩和の兆候により、アジア地域の金融環境が若干緩和している。最後に、大半のアジア諸国で財政政策はニュートラルないし緩和的とみられ、2019年のテーマが延長されることになる（図表5）。

図表 1: 当社は成長が中国および日本からアジア地域内の他国に移ると予想

Country	Real GDP growth (pct. yoy)	
	2019F	2020F
Asia-Pacific	4.7	4.9
Japan	0.9	0.4
Australia	1.7	2.6
New Zealand	2.3	2.6
Asia ex-Japan	5.3	5.4
China	6.1	5.8
Hong Kong	-1.2	-0.4
Taiwan	2.5	2.6
South Korea	1.9	2.1
India	5.1	6.4
ASEAN-5	4.2	4.5
Indonesia	5.0	5.2
Malaysia	4.5	4.3
Philippines	5.8	6.5
Thailand	2.4	2.8
Singapore	0.5	1.6

出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

2. こうしたポジティブな初期の兆候と慎重ながらも楽観的なアジア経済見通しにもかかわらず、当社はアジアの2大経済国の2020年の成長率は全体的に若干減速すると予想する。日本の成長率減速は10月1日に実施された2%の消費増税の影響を反映している。日本の政府は食品への軽減税率や一連の財政政策を含め、経済への打撃を緩和するための多くの措置を講じており、そのため4Qの消費支出の反動減は、2014年

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.

ケネス・ホー
+852-2978-7468 | kenneth.ho@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

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

プラチ・ミシュラ
+91(22)6616-9052 |
prachi.mishra@gs.com
Goldman Sachs India SPL

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

ダニー・スワナプルティ
+65-6889-1987 |
danny.suwanapruti@gs.com
Goldman Sachs (Singapore) Pte

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

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

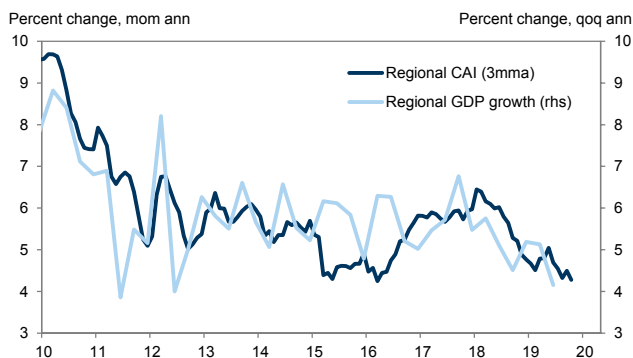
ジョナサン・セケイラ
+852-2978-0698 |
jonathan.sequeira@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

宋 宇
+86(10)6627-3111 | yu.song@ghsl.cn
Beijing Gao Hua Securities Company
Limited

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

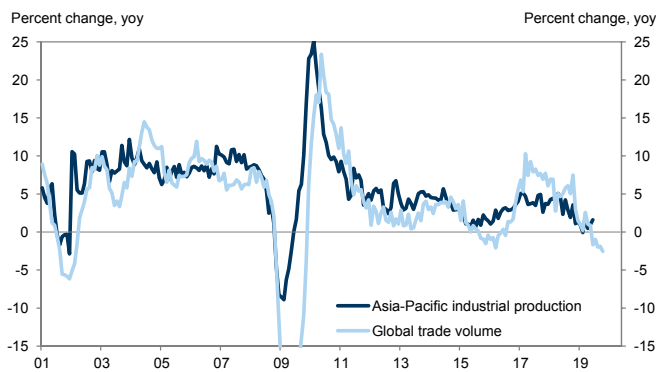
の消費増税後に比べ限定的だろう。それでも、この1ヵ月間の日本の経済活動に大きな打撃を与えた相次ぐ台風被害に加え、一時的な消費支出の悪化により、2020年の成長の発射台は低くなるとみられ、当社は日本の実質GDP成長率が2019年（暦年）の0.9%から0.4%に低下すると予想する。金融政策は極めて緩和的な状況が続くだろうが、依然としてプラスの需給ギャップ、（低水準だが）かなり安定したインフレ率、限定された円高という当社予想を踏まえ、当社は日銀が政策金利を更に引き下げるとはみていない。

図表 2: この1年はアジアの成長にとって厳しい環境が続いた



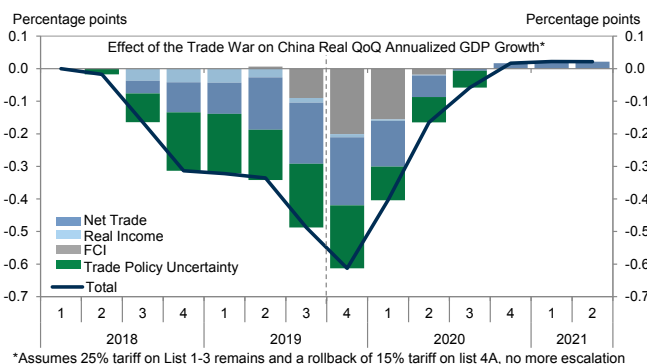
出所：ハーバーアナリティクス、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 4: 世界貿易とアジアの生産高は典型的な中期サイクルの低水準に近い



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

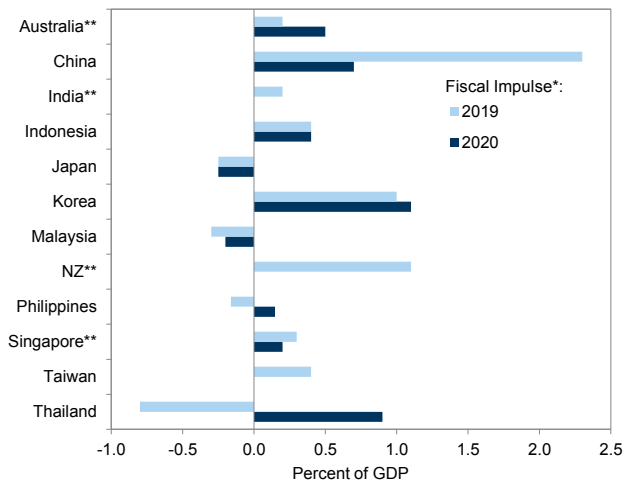
図表 3: 中国の成長に対する関税の逆風は今後収まる見通し



*Assumes 25% tariff on List 1-3 remains and a rollback of 15% tariff on list 4A, no more escalation

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 5: 2020年は全般的にニュートラルないし緩和的な財政政策が予想されるが、顕著な例外は日本



*Change in fiscal balance (sign reversed). Cyclically adjusted in Aus, NZ. Augmented fiscal balance used for China.

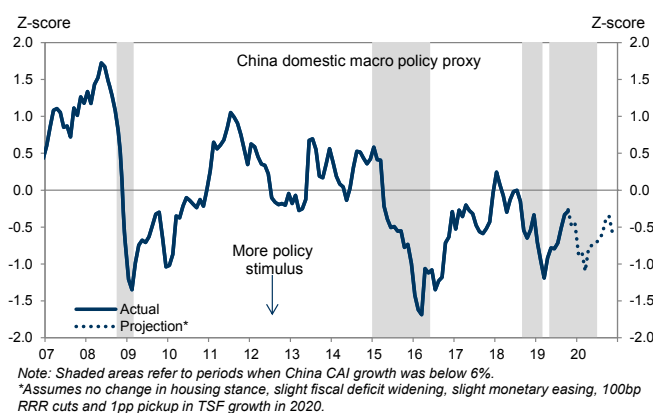
** Fiscal year. Begins July in Aust. and NZ, April in India and Singapore

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. 中国ではここ数年、ペースは鈍いがよりバランスの取れた成長が続いている。米国との貿易摩擦によって、最近の経済成長率は政策決定者が望むほど安定していないが、公式GDPは2019年の6%-6.5%の目標レンジの下限を若干上回る可能性が高いとみられる。当社は2020年の政策目標成長率を「6前後」と予想、また最終実績はこれを若干下回る（5.8%）と予想する。基調的なインフレ圧力は弱いものの、この1年で豚肉価格が2倍に跳ね上がり（主に豚インフルエンザの影響）、総合CPIは政策決定者が無視できない水

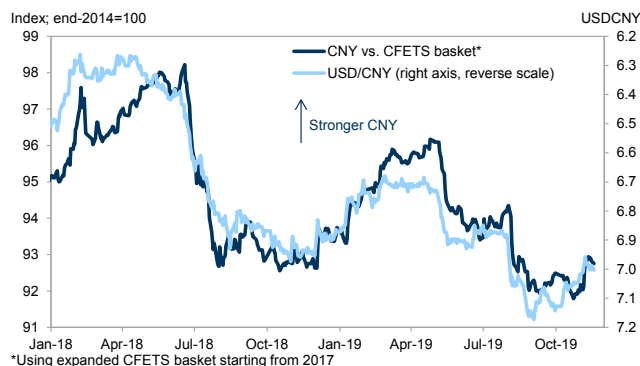
進まで押し上げられており、この水準は2020年半ばまで続くと思われる。政策決定者はより急峻な減速を回避するのに必要な最低限の刺激策を実施する「長期戦」とする構えのようで、その兆候がますます見られるようになってきている。当社の中国国内政策代理指標（図表6）を見ると、ここ数年間で政策支援は抑制されるようになってきていることがわかる。その一部は人民元安の進行（図表7）によって相殺されているものの、成長減速をこれまで以上にやや許容する姿勢も見られる。そのため、当社は2020年に「ビッグバン」のような刺激策を予想しておらず、代わりに財政支援の拡大と選別的な金融および信用緩和を予想する。不動産規制は価格を横ばいに維持し、住宅取得能力を徐々に高めるため、かなり厳格な状態が続くとみられる。人民元の為替レートは、貿易交渉の結果に引き続き大きく左右されることになるだろう。当社は慎重ながらも楽観的な基本シナリオで、1米ドル6.85-6.90人民元レンジへの緩やかな上昇を予想する。

図表 6: 現サイクルの政策支援はより抑制気味...



出所：CEIC, 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: ...ただし、人民元安をこれまで以上に容認



出所：CEIC, Wind, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

4. インド経済は2019年入り後低迷してきたが、底入れが近いと思われる。2Qの実質GDP成長率は前年比5%と、成長減速が長期化しており、3Qはさらに減速する公算が大きい（鉱工業活動は8月と9月に低下）。インド経済の成長とセンチメントはこれまで、2016年の高額紙幣廃止から2017年の物品・サービス税の不完全な導入、2018年に始まったノンバンク金融セクターの信用ストレスなど、ショックの連鎖によって打撃を受けてきた。住宅や自動車といった景気循環型セクターは現在、極めて低水準の経済活動を反映している。中央銀行は今年に入って政策金利を135bp引き下げるとともにノンバンク金融セクターの安定化を約束し、一方、財務省は製造企業を誘致するための大規模な法人減税やその他の措置を講じている。政府の一般財政赤字は高水準が続くとみられるものの、当社はこれ以上赤字が拡大するとは予想していない。これらはいずれも急激な回復をもたらすような強力な刺激策ではないものの、全体としては成長減速の底打ちに寄与するとみられ、やや改善した外部環境も相まって、当社はインドの成長率が2020年から2021年初めにかけて長期趨勢並みの水準（当社は7%近くと試算）に向けて再び上向き始めると予想する。そのため当社は顧客に対しインドの2年債利回り上昇に備えたポジションを推奨している。

5. 世界貿易の見通し改善に伴い、当社は、アジア地域内のより小規模で、より輸出型の多くの経済圏に相対成長パフォーマンスが移行すると予想する。当社はオーストラリア、香港、シンガポール、韓国、台湾、タイの成長率が来年加速すると予想する。これらのエリアの大半の足元成長率は潜在成長率を大きく下回る水準だ。停滞するインフレ

圧力は2019年の広範囲に及ぶ金融緩和を可能とし、現地の金融環境の助けとなってきた。（当社はインドネシアとフィリピンというそれほど貿易依存型ではない経済の成長も2020年に加速すると予想、とりわけ後者については政府支出の最近の再加速を背景とした成長を予想する。）

6. アジアの経済見通しにおける最も明らかな目先の不透明要因は、米中間の「第1段階」の貿易協定が仮に実現した場合の規模とタイミングだ。最近のニュースを受け、当社は中国による農産品購入の大幅な拡大や様々な市場開放策の見返りとして、米国が関税を凍結して9月1日に発動した関税を撤回すると想定している。その多くは今や織り込み済みだが、それでも協定締結の確認は市場に好意的に受け止められるだろう。ただし両国間の信頼度は低く、双方とも自国の方が有利と考えているため、妥協に至らない、あるいは交渉が急に決裂するという下方リスクも存在する。交渉の結果がどのようなものであれ、政策決定者は今後何年も広範な米中間関係のリバランシング（再調整）に取り組むことになるだろう。

7. アジアの経済大国（日本、中国、インド、韓国、オーストラリア）は2020年に政権移行に直面することはないが、東南アジアを中心としたその他の多くの国では政権交代の可能性がある。マレーシアでは、マハティール首相の後継者育成計画が未だ不透明で、シンガポールでも最終的な選挙と政権移行の準備が進んでいる。タイでは政府予算案が反発を招いており、インドネシアでは再選されたジョコ・ウィドド大統領が連立パートナーや閣僚間を調整する必要がある。その他、台湾の最近の世論調査は現職の蔡英文総統が1月の選挙の本命であることを示唆している。香港では、今も続く政情不安が小売売上高と観光に打撃となっている。3Qは経済活動の低下ペースが過去2番目に最大となっており、当社は現時点で4Qもさらに低下すると予想する。韓国では4月に議会選挙が行われるが、当社は現時点で政策の大きな変化は予想していない。当然ながら、2020年11月の米大統領選挙もアジアだけでなく世界的に政治的影響をもたらすだろう。

8. 貿易および政治的なリスクに加え、信用不安の再燃の可能性も指摘したい。アジア地域のインフレ圧力は全般的に穏やかだが、それには名目成長率の低下が伴う。複数の国は高水準の債務を抱えており、トップライン成長の減速は信用の質にとって問題となる可能性がある。これは既にインドで明らかであり、名目成長率は2018年半ばの前年比12%超から8%以下へと鈍化している。中国も、これに匹敵するがより漸進的な減速の最中にある。金融緩和政策は信用ストレスにとっての伝統的な緩和策だが、これまでのところ中国よりもインドで、より大規模な緩和政策が実施されている。

9. 市場への影響面では、低い基調的インフレ率と成長率は依然として多くの国で政策決定者の望む水準を下回っており、当社は各国で散見される金融緩和が今後数ヶ月は続くとして予想する。インドとインドネシアは年末までに利下げを終え、フィリピンは2020年初めにさらに2度の利下げを実施するとみられる。小規模開放経済内では、当社はオーストラリア、タイ、韓国が今後数ヶ月間にさらなる金融および財政緩和を実施すると予想する。ただし、政策金利は既に複数の国で過去最低またはそれに近い水準にあり、米連邦準備制度理事会（FRB）は来年金利を据え置く公算が大きく、アジアの成長が改善する中、金融緩和サイクルは終わりに向かっており、財政政策への継続的な移行は続くだろう。長期金利はやや底堅さを増した世界経済成長や、米国債利回りへの上昇バイアスを反映し、大半の国で次第に上昇するだろう。アジアの為替相場については、中央銀行の政策措置が減り、米ドル人民元レートがより安定化していることを踏まえると、来年は幾分穏やかな年になると予想する。

付属開示事項

レギュレーションAC

私達、アンドリュー・ティルトン、馬場 直彦、ケネス・ホー、グフン・クオン、CFA、ブラチ・ミシュラ、ヒュイ・シャン、ダニー・スワナブルティ、アンドリュー・ボーク、太田 知宏、ジョナサン・セケイラ、宋 宇、田中 百合子は、ここに本レポートで表明された全ての見解が、私達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；役員との兼任；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業務**：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**：本資料に記載された、当社アナリストが調査対象としている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(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)。Ouviodoria 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。為替変動はその投資の価格と価値、およびそれ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、およびその他の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で<https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>および<https://www.fiaadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures/l/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へ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

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

© 2019 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。