

グローバル経済アナリスト

2022年のグローバル・マクロ経済見通し：利上げへの長い道のり

- 最速ペースでの回復はすでに終わったが、医療状況の持続的改善、積み上がった貯蓄による消費押し上げ、在庫積み増しを追い風に、世界経済は今後数四半期にわたり力強い成長を続けると予想する。2022年通年の世界のGDP成長率は4.5%と、潜在水準を1pp以上上回る見通しだ。
- 主要先進国は2022年半ばまで急成長し、その後は短期的な成長押し上げ要因の減退に伴い徐々に減速するだろう。新興国では、不動産市場の一段の軟化が見込まれるなか、マクロ政策緩和が限定的にとどまるとみられる中国と、金融環境が急激にタイト化し、大統領選挙の混迷も懸念されるブラジルで成長率が相対的に低迷するだろう。これに対し、大幅な成長追い上げ余地のあるインドと石油・ガスセクターからの押し上げが期待できるロシアの見通しは比較的明るいと考えている。
- 財主導の急激なインフレ上昇は2021年の最大のサプライズであり、これを受けて当社は先頃、FRBの利上げ開始時期の予測をまる1年前倒し、2022年7月とした。その後は財の価格とインフレ全般の正常化(従来の想定よりも遅くかつ部分的ではあるが)を前提に、6ヵ月に1回という比較的緩やかなペースでの利上げを予想する。
- FRBが利上げを開始する頃までには、一部の先進国(英国、カナダなど)の金利正常化がかなり進展しているとみられるほか、中南米と東欧の数ヵ国ですでに金利正常化が終わりに近づいている可能性がある。一方、ECBと豪州準備銀行(RBA)は依然として利上げには程遠く、早期のタカ派的方向への政策転換を織り込んでいる市場のプライシングは行き過ぎと思われる。
- 今後2~3年より先については、大半の先進国の名目政策金利が国債市場に現在織り込まれている最低水準を大きく上回って上昇するだろう。これは一つには、中央銀行がインフレ目標の枠組みを調整したこともあり、インフレ率がパンデミック前を平均0.5pp上回る水準に落ち着くとみられるためだ。それに加えて、財政赤字に対する政治的許容度上昇と気候変動関連の投資の必要性から、実質中立金利は低下よりも上昇する可能性が高い。

ヤン・ハチウス

+1(212)902-0394 | jan.hatzius@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

ダーン・ストライブン

+1(212)357-4172 |
daan.struyven@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

Yulia Zhestkova

+1(646)446-3905 |
yulia.zhestkova@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

シッド・ブッシュン

+44(20)7552-3779 |
sid.bhushan@gs.com
Goldman Sachs International

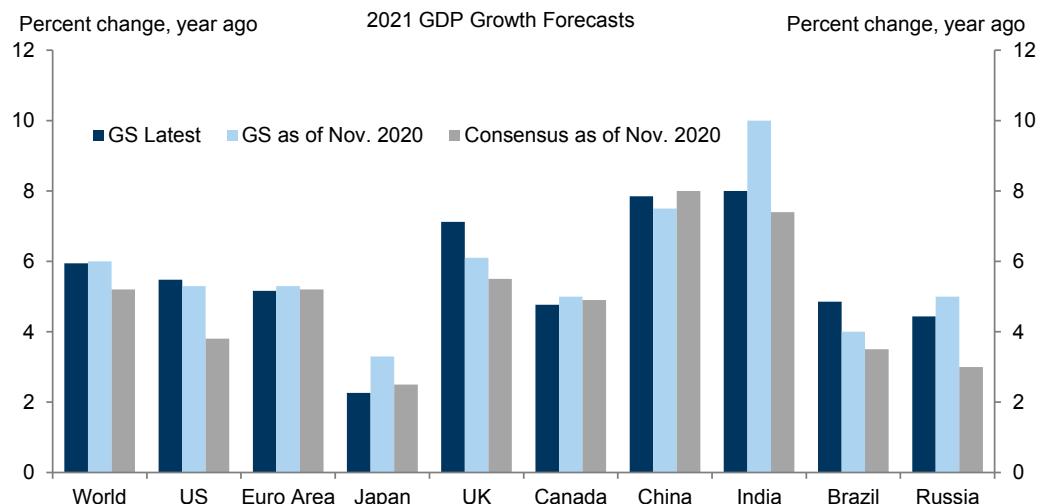
ダニエル・ミロ

+1(212)357-4322 | dan.milo@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

2022年のグローバル・マクロ見通し：利上げへの長い道のり

2021年の世界経済成長率は、1年前に当社が示したコンセンサスを上回る予測(6%)におおむね一致し(図表1参照)、とりわけ米国、英国、ブラジル、ロシアの成長率はいずれも当時のコンセンサス予測を大幅に上回っている。年平均成長率がコンセンサス予測並みとなりそうなユーロ圏でさえ、尻上がりの四半期パターンから、年間を通してかなりの追い上げを見せていることが読み取れる。

図表 1: 2021年の世界経済成長率は当社の高い予測にほぼ一致



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

その一方で、当社は2021年のインフレ急進を予期していなかった。2020年当初のロックダウン期における異例の低インフレからの反動上昇と、サービスセクターを中心に活動再開に伴う程度の価格上昇圧力は当社予測に組み込んでいたが、耐久財の超過需要と労働供給逼迫という最も重要な2つのインフレ要因を見落としていた。この2つのインフレ要因がごく緩やかなペースで部分的にしか解消しない見通しが強まったため、当社は大半の主要先進国の利上げ開始時期の予測を前倒しし、米国では2022年7月とした。

2022年も力強い成長が持続

最速ペースでの回復はすでに終わったが、2022年通年の世界のGDP成長率は4.5%と、潜在水準を1pp以上上回る見通しだ(図表2参照)。特に先進国では、第3四半期に際立って堅調だったユーロ圏を除き、足元の大幅な成長加速が2022年半ばまで続く予想する(図表3参照)。

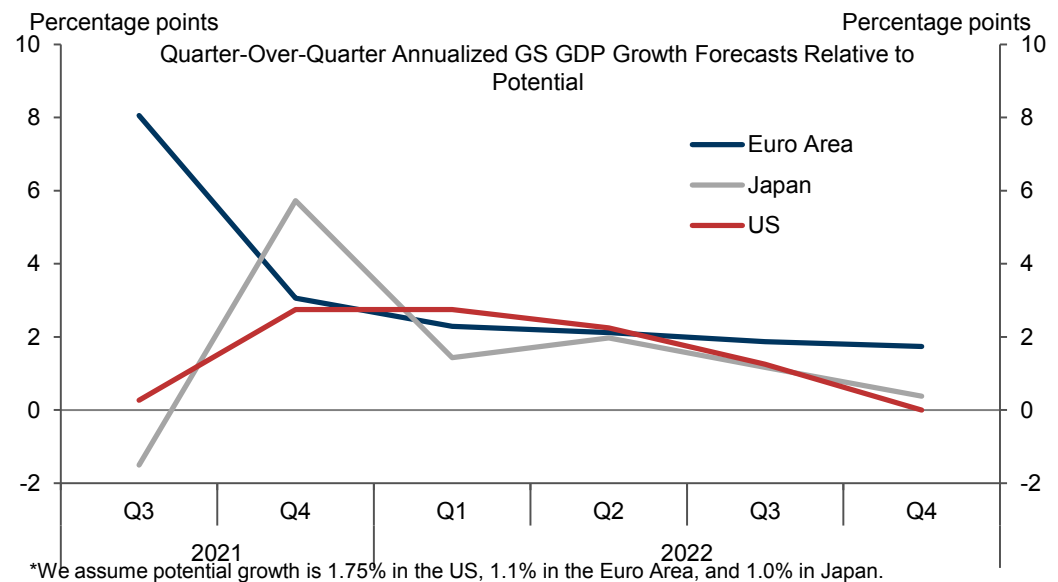
図表 2: 2022年も力強い成長が持続

Real GDP Growth	Percent Change yoy								Potential GS
	2020	2021 (f)		2022 (f)		2023 (f)		GS	
		GS	Consensus	GS	Consensus	GS	Consensus		
US	-3.4	5.5	5.7	3.9	4.0	2.1	2.4	1.8	
Euro Area	-6.5	5.2	5.1	4.4	4.3	2.4	2.1	1.1	
Germany	-4.9	2.9	2.8	4.0	4.3	2.4	2.0	1.4	
France	-8.0	6.9	6.3	4.5	4.0	2.4	2.2	1.1	
Italy	-9.0	6.4	6.1	4.5	4.3	2.1	1.9	0.6	
Spain	-10.8	4.5	5.5	6.5	5.8	3.9	3.1	1.2	
Japan	-4.6	2.3	2.4	2.8	2.6	1.6	1.3	1.0	
UK	-9.7	7.1	7.0	5.3	5.0	2.3	2.0	1.4	
Canada	-5.3	4.8	5.0	4.0	4.0	3.1	2.4	1.8	
China	2.3	7.8	8.1	4.8	5.5	4.6	5.4	5.0	
India	-7.0	8.0	8.0	9.1	7.8	6.4	6.5	6.0	
Brazil	-4.1	4.9	5.0	0.8	1.8	2.2	2.3	1.9	
Russia	-2.9	4.4	4.3	3.1	2.5	2.9	2.1	2.1	
World	-3.2	5.9	6.0	4.5	4.5	3.4	3.6	3.1	

Note: All forecasts calculated on calendar year basis. 2021-2023 are GS forecasts. Potential growth estimates are for 2022, based on our supply-side model and exclude scarring. IMF forecasts used for India 2023 consensus when quarters not available in Bloomberg.

出所: ブルームバーグ, 国際通貨基金, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 3: 主要先進国経済は2022年半ばまで力強い成長を続け、その後徐々に減速に向かう見込み

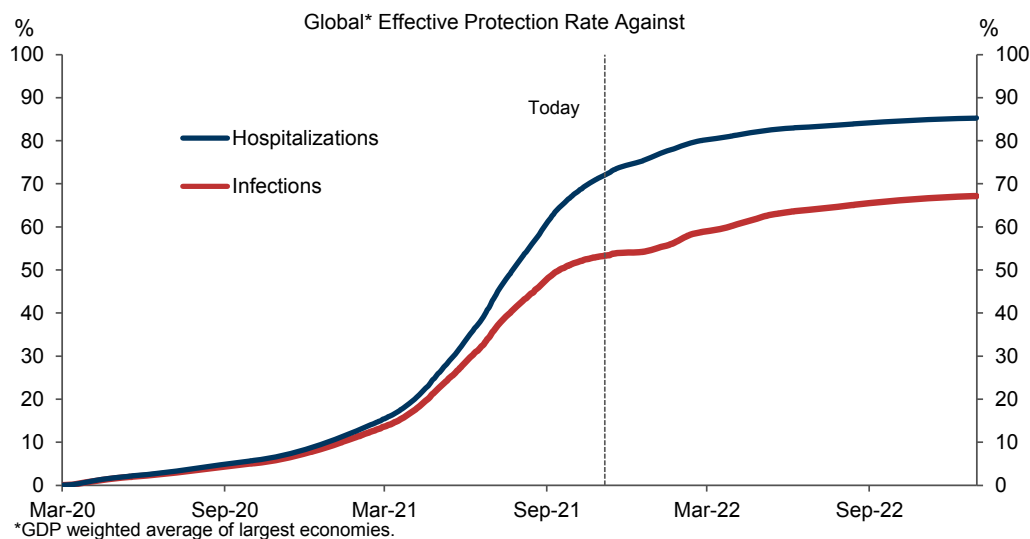


出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

この楽観的な成長見通しの最も重要な根拠は、図表4に示したように、新型コロナウイルス関連の医療状況のさらに大幅な改善が期待できることだ。感染は今後も拡大と縮小を繰り返すとみられるが、全世界でのワクチンの利用可能性向上、ブースター接種の開始、そしてその他の医療面での状況改善により、感染の波のピークと底の感染者数と、特に入院者数および死者数が減少するだろう。今後2022年末までに、GDPで加重平均し

た世界の感染防御率と入院防御率は15pp上昇し、それぞれ70%と85%に達すると当社は予想している¹。加えて、ファイザーとメルクが新たに開発した経口抗ウイルス薬が承認され、広く流通するようになれば、重症化のリスクはさらに大幅に低下する見込みだ²。こうした医療状況の改善は、旅行、エンターテインメント、オフィス勤務関連消費などのセクターの一層の回復を下支えするだろう。

図表 4: 医療面の状況がさらに改善



実効防御率は、ワクチン接種や感染歴による何らかの免疫保持者が人口に占める割合 x 各防御の強さで算出。詳細はダン・ミロ、ダーン・ストライブン「How Immune is the World?」Global Economics Comment (2021年9月24日)を参照。

出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

この数ヶ月、当社は財政政策の成長への影響についても楽観的な見方に転じている。これはユーロ圏で特に顕著で、ドイツで誕生が予想される中道左派連立政権は財政支出を拡大する公算が大きく、EU復興基金の投資プロジェクトへの資金分配は2022年から規模が拡大する予定だ³。しかし、米国においても、見通しは財政インパルスの標準的指標が示唆するよりも明るい⁴。消費が活発で拡大失業給付が大部分終了していた9月時点でも米国の個人貯蓄率が7.5%の水準にあったという事実は、消費者が政府による支援終了の影響を、支出を大幅に削減したり貯蓄率を過剰に引き下げたりすることなくほぼ吸収したことを示唆する。しかも、少なくとも総額レベルでは、2.4兆ドルに膨らんだ貯蓄による消費押し上げはこれからと考えられる。11月5日に超党派のインフラ法案が可決されたこともあり一当社は可決を想定していたが、民主党内の論争により採決が遅れていた—2〜3ヶ月前に当社が抱いていた大幅マイナスの財政インパルスへの懸念は和らいだ。

主要新興国では成長トレンドのばらつきが大きくなる見込みで、中国とブラジルがコン

¹ 具体的には、人口に占めるワクチン接種または感染による免疫獲得者の比率に、免疫獲得からの経過期間やワクチンの種類に基づく防御力の高さを乗じて算出。

² ファイザーの抗ウイルス薬の治験結果は特に良好だった。初期のトップライン結果によると、同薬は対照グループとの比較で入院数を89%減らし、死亡数は対照グループの7人(1.8%)に対し、治療グループではゼロだった。

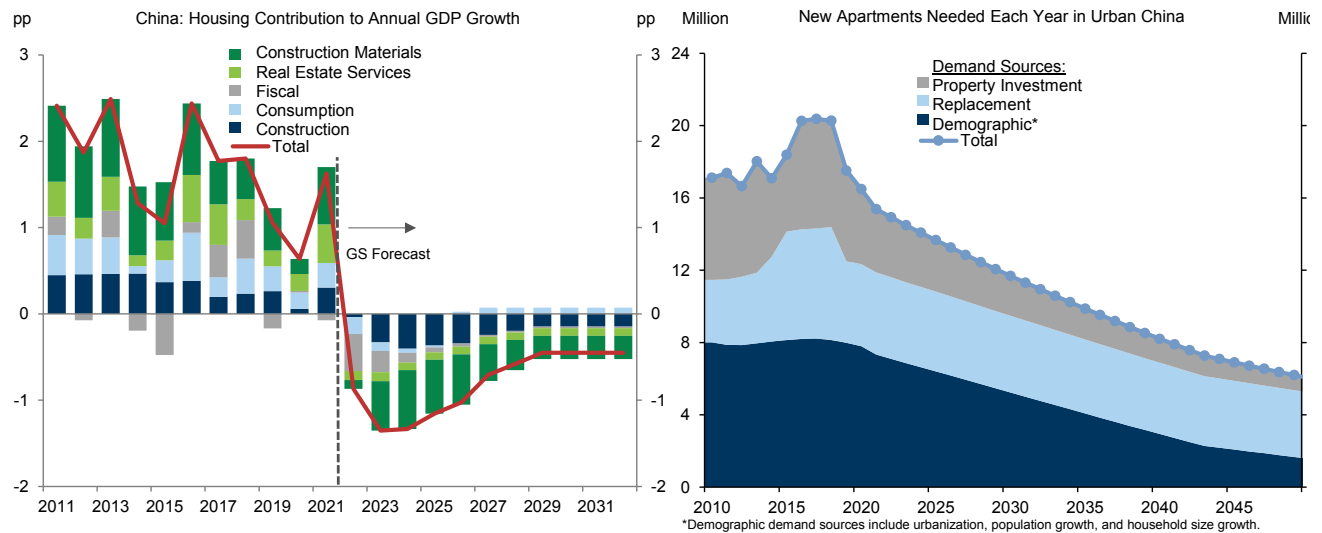
³ アラン・デュレー、ソーレン・ラッデ、フィリップ・タッディの2021年10月24日付リポート「European Economics Analyst: Persistent Fiscal Support for the European Recovery」参照。

⁴ ダン・ストライブンとダン・ミロの2021年8月24日付リポート「Global Economics Analyst: Fiscal Come, Fiscal Go」参照。

センサスや長期トレンドとの比較で低迷する一方、インドやロシアでは堅調なパフォーマンスが予想される。

2022年の中国の成長率当社予測は4.8%で、コンセンサスを下回っている。この低調な見通しの最大の理由は、不動産セクターの成長インパルスが、パンデミック前の5年間平均の+1.5ppから2022年以降は-1pp強のマイナスに転じることだ。これはデレバレッジが建設、消費、政府支出、不動産サービス、建設資材の活動に与えるマイナス影響を反映している(図表5の左のグラフ参照)。

図表 5: 中国不動産関連セクターの成長インパルスはマイナスへと大きく転換する見込み



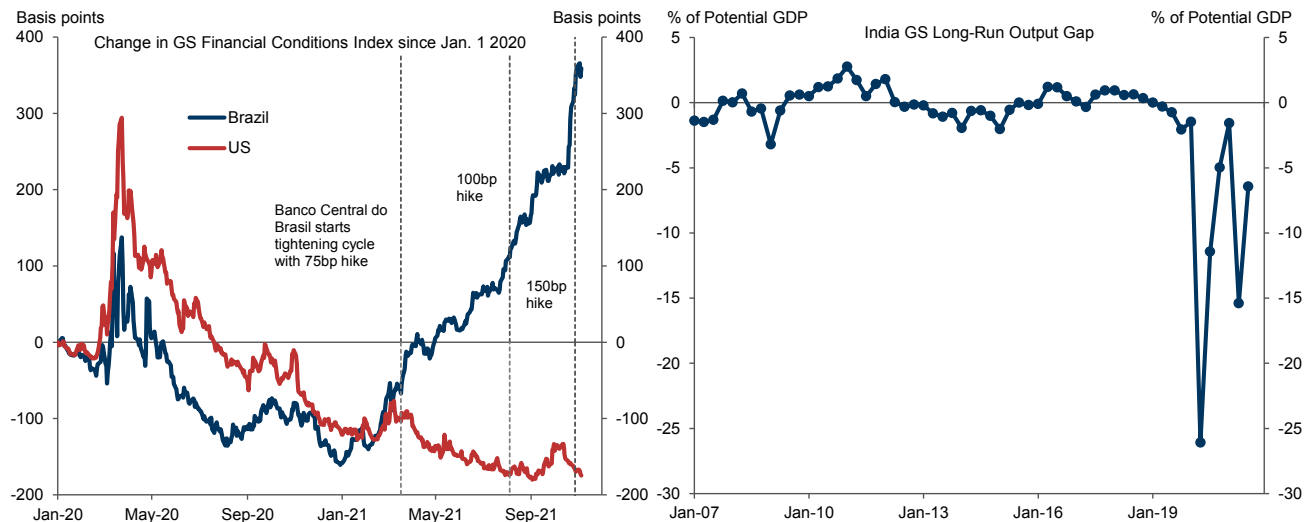
出所: ハーバーアナリティクス, Wind, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

過去のサイクルでは、中国の政策当局はこうした成長減速に積極的なマクロ刺激策を通じて対処していたが、政策反応関数は変化しつつあるようだ。政策当局は大規模な下振れリスクの抑制を図るが、対応は「適量」とどめると当社は予想している。従って政策金利はおおむね据え置かれ、2022年の年間拡張財政赤字は対GDP比1ppの拡大にとどまるだろう。当社の見るところでは、中国の政策当局は短期のGDP成長率よりも所得分配、金融システムの安定性、脱炭素化などの目標により重点を置くようになっている。この変化は人口動態の逆風⁵とともに、中国のトレンドGDP成長率が大幅ではあるが管理された段階的減速により2032年までに3.25%前後に低下するという当社予測の根拠となっている。

ブラジルも2022年の成長率がわずか0.8%と低迷が予想されるが、その理由は中国よりも短期的なものだ。図表6は、中央銀行が目標を大幅に上回るインフレに一連の劇的な利上げで対処したことと、混迷が予想される来年の大統領選挙を前に政権の統治能力への懸念が高まっていることを受けて、金融環境が急激にタイト化していることを示している。

⁵ ヒュイ・シャンの2021年10月11日付リポート「アジア経済アナリスト: 信用供給が2022年の中国住宅市場の見通しを左右」参照。

図表 6: ブラジルでFCIが急激に引き締まる ; インドは成長に追い上げ余地



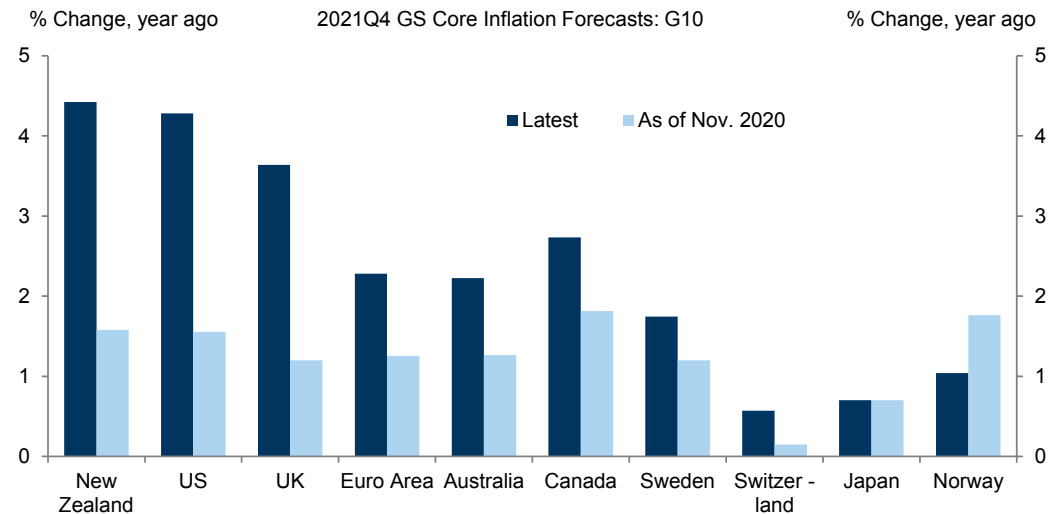
出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

当社はインドとロシアに関しては遥かに楽観的である。デルタ株の感染拡大で打撃を受けた後の潜在的追い上げ余地は非常に大きく、当社はインドの経済成長が2021年の8%から2022年は9.1%に加速するとみている(図表6、右のグラフ)。ロシアではOPECの協調減産の縮小に伴い石油生産がコロナ前の水準に戻る可能性が高く、また油価上昇により交易条件が改善し、数年ぶりの高水準となった。

インフレ率が高いほど利上げ時期も早まる

2021年の最大のサプライズは世界的なインフレ率の急騰で、過去にもこうした急騰を経験したことのある新興国経済ばかりか、G10でも起きた(図表7参照)。

図表 7: G10の大半でインフレ率が予想を大幅に上回る



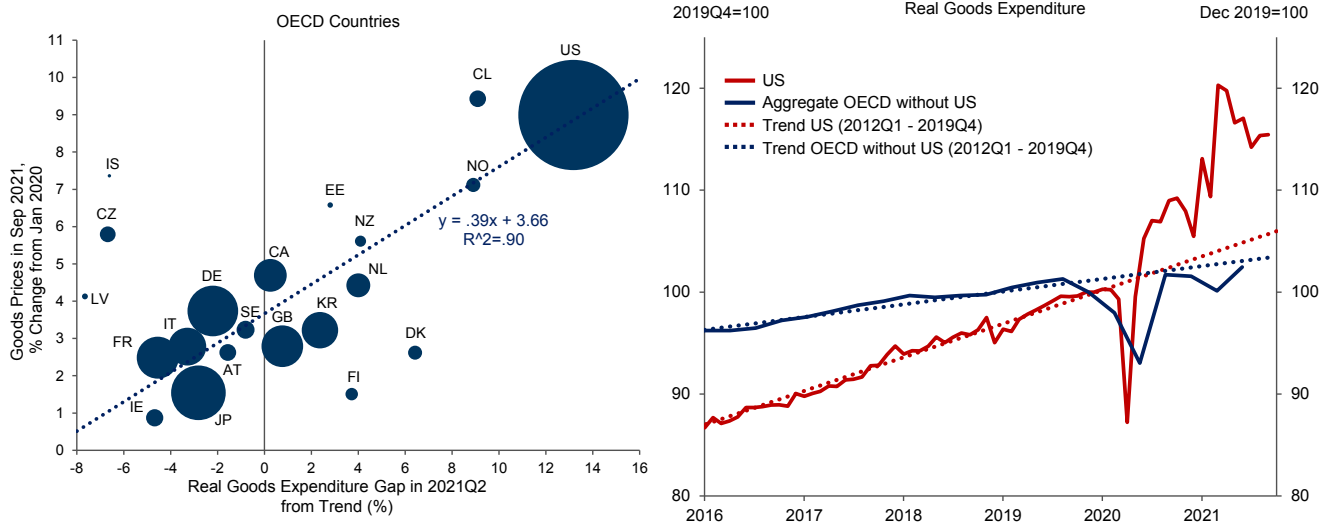
コアインフレ率は、米国は食品・エネルギーを除くPCE、ユーロ圏は食品・エネルギー・アルコール・タバコを除くHICP、日本は生鮮食品を除くCPI、英国は食品・エネルギー・アルコール・タバコを除くCPI、カナダは刈込インフレ率、オーストラリアは30%刈込インフレ率、ニュージーランドは食品・エネルギー・燃料を除くCPI、ノルウェーは税率調整後及びエネルギーを除くCPI、スウェーデンは固定金利を含む・エネルギーを除くCPI、スイスは生鮮及び季節品・エネルギーを除くCPI

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

米国のインフレ率が予想を上回ったことを受けて、当社は先日、FRBの初回利上げ時期の予想を2022年7月に1年前倒しした。今ではQE縮小完了時点でコアPCEインフレ率が3%超—コアCPIインフレ率は4%超—に留まり、結果として、テーパリングから利上げへのシームレスな移行が最も抵抗の少ない軌道になるとみている。初回利上げ後の二回目の利上げは2022年11月で、その後は年2回の利上げを予想している。

この緩やかな利上げペースにとって重要なのが、需要の鈍化と供給増の組み合わせが促す、財の価格上昇率とインフレ率全体の部分的な低下だ。需要面では、米国政府の所得支援が正常化し、サービス活動が上向くことで、財への支出は鈍化するだろう。米国の実質財消費は今もトレンド水準を10%近く上回っているが、それでも家計部門への現金給付が行われていた3月のピークからは既に5%低下しており、今後も調整が続くものと思われる(図表8)。

図表 8: 米国の財需要の緩和は財のインフレ率低下につながるだろう



Trend is estimated using observations from 2012Q1 till 2019Q4. Both bubble sizes and regression weights are proportional to GDP.

出所: OECD, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

供給面では、当社は特にデルタ株感染拡大後の東南アジアの工場再開(2021年Q4)、また最終的には生産能力増強(2022年下期および2023年)による半導体(さらには自動車)生産の回復に注目している⁶。アジアでの感染防止策の拡大と規制緩和はいずれも工場や港湾の再度の閉鎖から生じるサプライチェーンのリスクを低減させるだろう(図表9)。また、新型コロナウイルスへの懸念が低下し、各種給付が縮小することで、労働参加率が今も長期トレンドを大幅に下回っている米国を中心に、労働供給の一部正常化も見込まれる⁷。

図表 9: アジア発の新たなコロナ・ショックが世界の財供給に影響を及ぼすリスクが低下

	Risk of Factory/Port Closures										
	2020			2021			2022				
	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
China	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
Japan	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Green	Green	Green	Green
Australia	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Green	Green	Green	Green
Singapore	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Green	Green	Green	Green
Philippines	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Yellow	Yellow
Malaysia	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Green	Green	Green	Green
Thailand	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Green	Green	Green	Green
South Korea	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Green	Green	Green	Green
Taiwan	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Green	Green	Green	Green

各国・地域の工場・港湾閉鎖の四半期リスクは、(i) 政府による規制度合い(政府規制による閉鎖度合いを測る)及び(ii) 感染に対する防御率(感染による従業員の欠勤度合いを測る)に基づく。地域感染拡大により政府が規制を強化し工場・港湾が閉鎖されると予想される四半期は、感染に対する防御率が75%以下の国・地域は「高閉鎖リスク」、それ以外の地域は「中閉鎖リスク」とした。政府が規制を強化し、工場・港湾が部分的に閉鎖されると予想される四半期は、感染に対する防御率が65%以下の国・地域は「高閉鎖リスク」、その他地域は「中閉鎖リスク」とした。地域感染拡大でも工場・港湾が閉鎖されないと予想される四半期は、感染に対する防御率が35%以下の国・地域は「高閉鎖リスク」、防御率が35-55%の地域は「中閉鎖リスク」、それ以外は低リスクとした。

出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

⁶ スペンサー・ヒルの2021年10月26日付米国経済アナリスト「サプライチェーン正常化のためのロードマップ」参照。

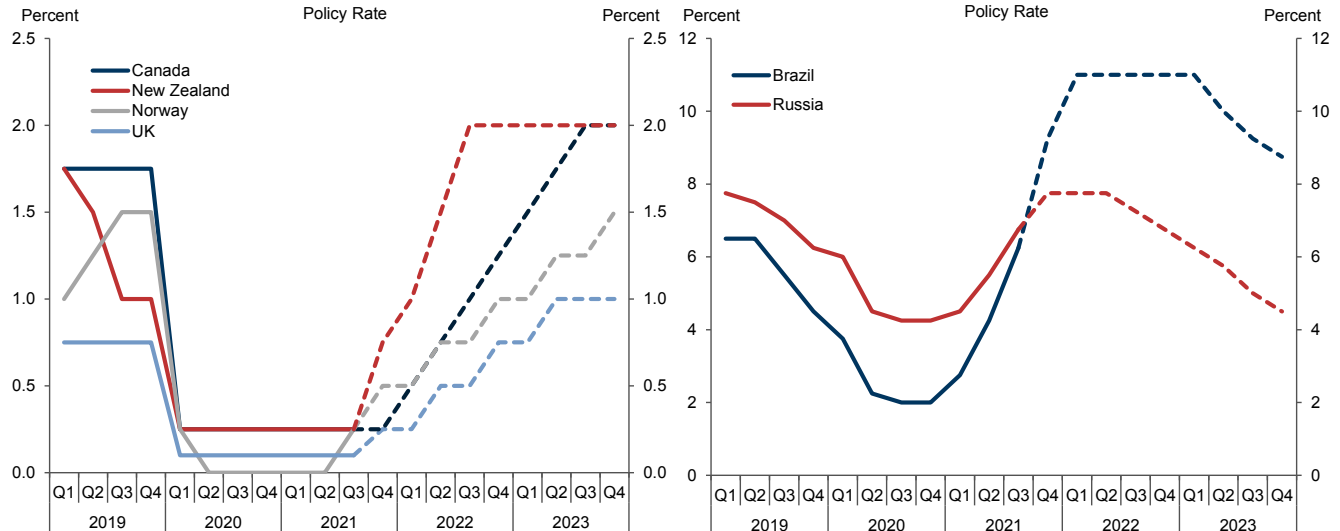
⁷ ジョセフ・ブリッグスの2021年10月4日付米国経済アナリスト「労働者不足は一過性か」参照。

先行する中央銀行と出遅れる中央銀行

FRBが利上げを開始するまでに、先進国の幾つかの中央銀行は既に正常化プロセスをかなり進め、パンデミックの低水準から金利はニュージーランドで150bp、カナダで75bp、英国では40bp上昇している見通しだ。カナダ銀行の場合、非常に高いインフレ率に対する許容度が低く、また雇用が目覚ましい回復を示していることから、2022年1月を皮切りに年内に4回の利上げを予想する。イングランド銀行の11月の利上げ見送りはサプライズであったが、主要なボトルネックや高インフレがまもなく15bpの初回利上げを促し(最も可能性が高いのは2021年12月)、続いて2022年5月と11月にも25bpの利上げが行われるだろう。

インフレ率が非常に高水準にある中南米や東欧の数カ国では、正常化プロセスが既にかなり進行している。ブラジルでは12月の150bpの追加利上げにより金利は9.25%となり、2022年Q1にターミナルレートの11.0%に達した後、2023年には利下げに転じるだろう。ロシアでは、当社は12月に最後の25bp利上げを予想しており、2022年下期には利下げが始まるとみている。

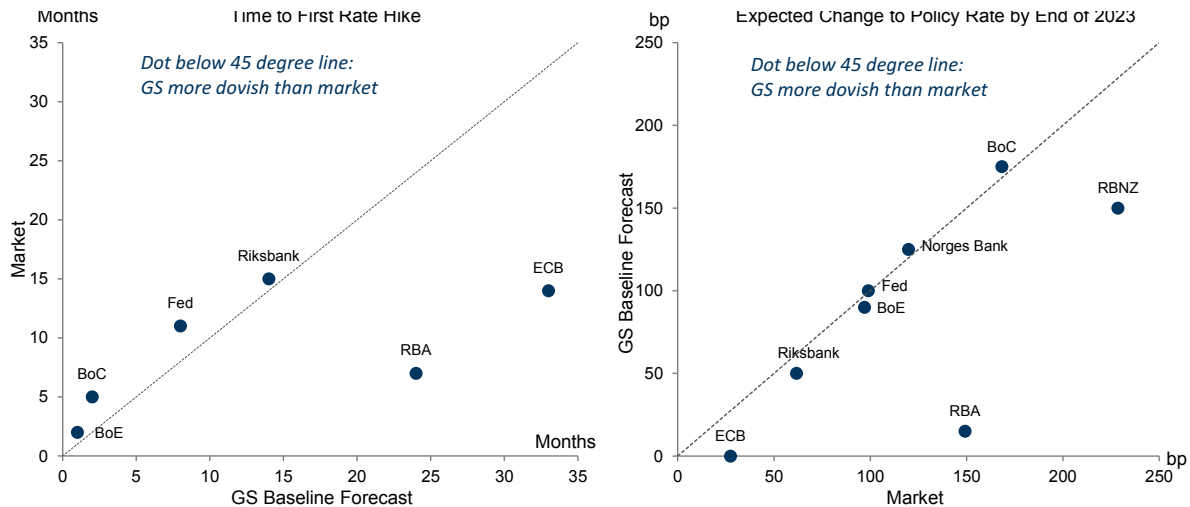
図表 10: 英国、カナダ、ノルウェー、ニュージーランドで早期正常化；ブラジルとロシアではそれよりも早く正常化が終了



出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

これに対し、先進国の中央銀行の中には利上げ開始がFRBよりもさらに遅れそうなところもある。特に、欧州中央銀行(ECB)とオーストラリア準備銀行(RBA)の政策のタカ派方向転換時期については市場の予想が大幅にオーバーシュートしたと考えられる。当社はユーロ圏で2024年Q3まで、豪州では2023年Q4まで政策金利据え置きを予想している(図表11、左のグラフ)。

図表 11: ECBとRBAの初回利上げ時期は市場の予想の遥かに先

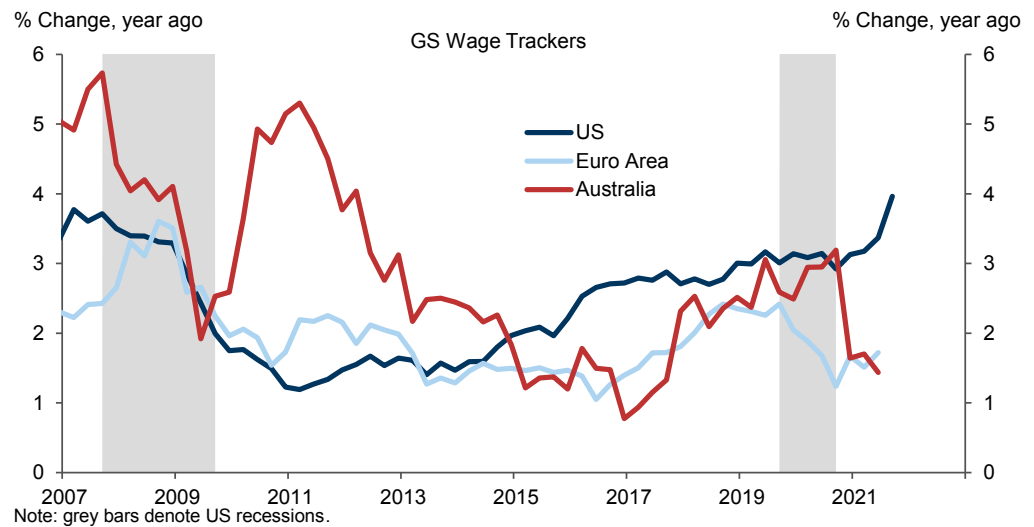


出所：ブルームバーグ，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

当社がECBとRBAにハト派姿勢を予想する主な理由は、賃金やインフレの基調的な圧力が他国よりも抑えられていることにある。当社賃金トラッカーは、長期に及ぶ多大な余剰生産能力が残るユーロ圏⁸とRBAが利上げ後の賃金上昇率に最低3%を望む豪州の両方で依然として低水準にある(図表12)。当社はユーロ圏のコア・インフレがちょうど今頃ピークに達し、インフレ率を歪めていた要因—ドイツのVAT税率引き上げや今年のHICPのウェイト変更など—の影響がなくなることで2022年12月に1.2%に低下し、その後は非常に緩やかに上昇して、長期スラックが吸収される2024年末には1.7%になるとみている。豪州では、インフレ率のトリム平均—RBAが目標とする比較的安定性の高いインフレ率の指標—は緩やかに上昇するのみで、RBAの利上げ条件である「2%から3%の目標レンジ内に持続的に留まる」は2023年に達成されるだろう。

⁸ 当社推計によると経済には多大なスラックが残っており、2021年Q3の長期需給ギャップはユーロ圏で-5%、スペインでは-10%に上る。ダーン・ストライブン、シッド・プッシュン、ダン・ミロ、ユリア・ツェストコワ、ヤン・ハチウスによる2021年10月15日付グローバル経済アナリスト(英文)「Tight now, Slack Later」参照。

図表 12: ユーロ圏と豪州では賃金の伸びが米国と比べ低い

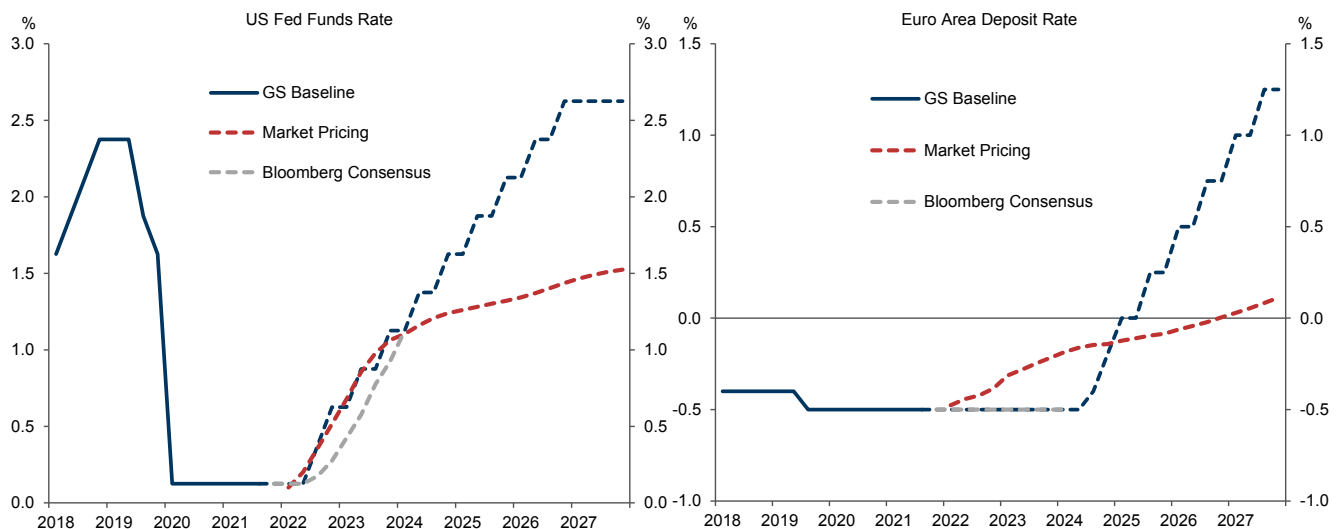


出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

名目中立金利水準からの長い道のり

当社は、図表13に示す通り、今後数年間に大半の先進国で名目政策金利が現在債券市場に織り込まれている極めて低い水準を大きく上回る水準へと上昇すると予想する。再び長期にわたる拡大局面に入ると想定すると、名目政策金利はカナダ(2025年に到達)と米国(同2026年)ではともに2.75%前後、オーストラリア(同2026年)では2.5%、英国では1.75%(同2025年)、ユーロ圏では1.25%(同2027年)でピークに達すると予想する。

図表 13: 政策金利は市場に織り込まれている以上に(いずれ)上昇する見込み

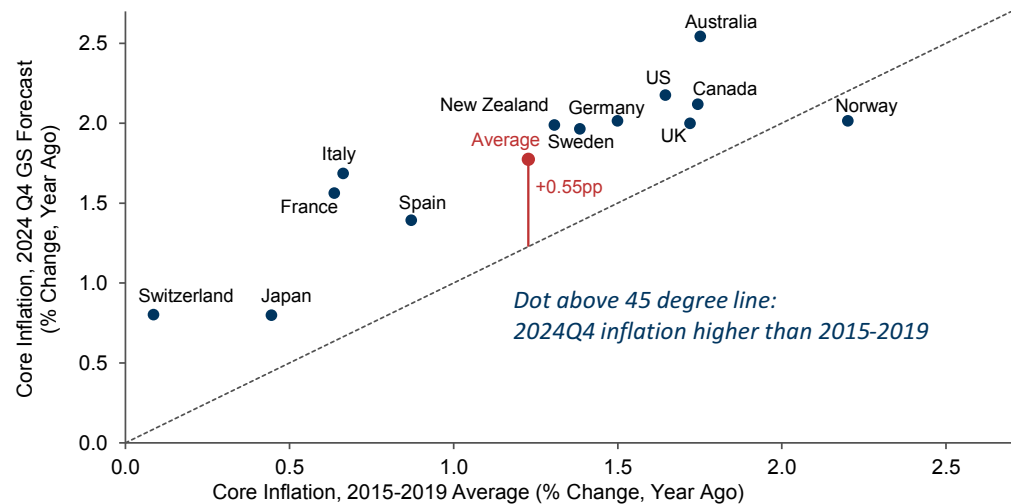


出所: ブルームバーグ, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

政策金利が市場に織り込まれているよりも高い水準に達すると予想する理由は、次の2点にある。第1に、図表14に示す通り、G10 諸国のインフレ率はパンデミック前の水準を平均して0.5pp上回る水準で落ち着くと予想される。米国の2024年のコアPCEインフレ率の当社予想は2.2%で、2015~2019年の平均値を0.6pp上回る。ユーロ圏については、2024年4QのコアHICPインフレ率予想を1.7%に引き上げた。これは、2015~2019年の平均

値を0.7pp上回る水準だ。こうした予想は、FRBとECBの最近の政策の枠組みの見直しも多少反映しているが、同時に、今後も持続する可能性が高いとみられるいくつかの顕著な要素、例えば住宅およびエネルギー市場の逼迫、長期インフレ期待指標の上昇、米国の賃金上昇圧力の高まりなども勘案している。

図表 14: G10諸国のインフレ率はパンデミック前の水準を平均して0.5pp上回る見込み



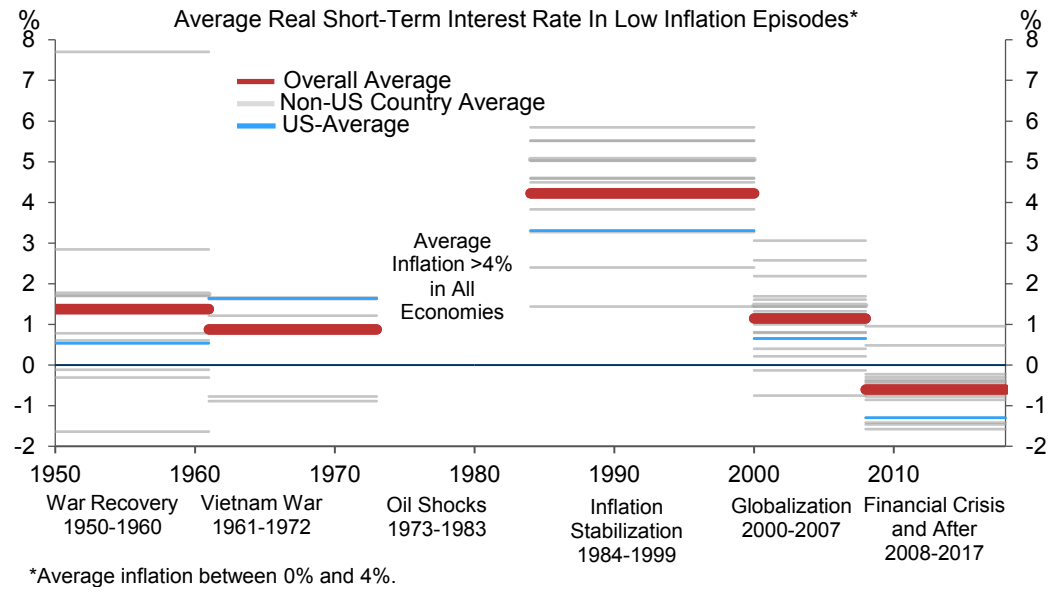
コアインフレ率は、米国は食品・エネルギーを除くPCE、ユーロ圏は食品・エネルギー・アルコール・タバコを除くHICP、日本は生鮮食品を除くCPI、英国は食品・エネルギー・アルコール・タバコを除くCPI、カナダは刈込インフレ率、オーストラリアは30%刈込インフレ率、ニュージーランドは食品・エネルギー・燃料を除くCPI、ノルウェーは税率調整後及びエネルギーを除くCPI、スウェーデンは固定金利を含む・エネルギーを除くCPI、スイスは生鮮及び季節品・エネルギーを除くCPI

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

第2に、中立的な実質短期金利(r^*)は時間の経過に伴い低下するよりも上昇する可能性の方が高い。統計的にみて、戦後の安定した低インフレ環境下での実質政策金利のサイクル平均値はおよそ1%であることが明らかになっている⁹。ただしばらつきは大きく、図表15に示す通りボルカ後の期間は極端に高く、世界金融危機後の期間は極端に低くなっている。

⁹ ヤン・ハチウスとダーン・ストライブンの2021年5月31日付リポート「グローバル経済アナリスト：パンデミック後の経済環境下では金利は遅めに大幅に上昇」参照。

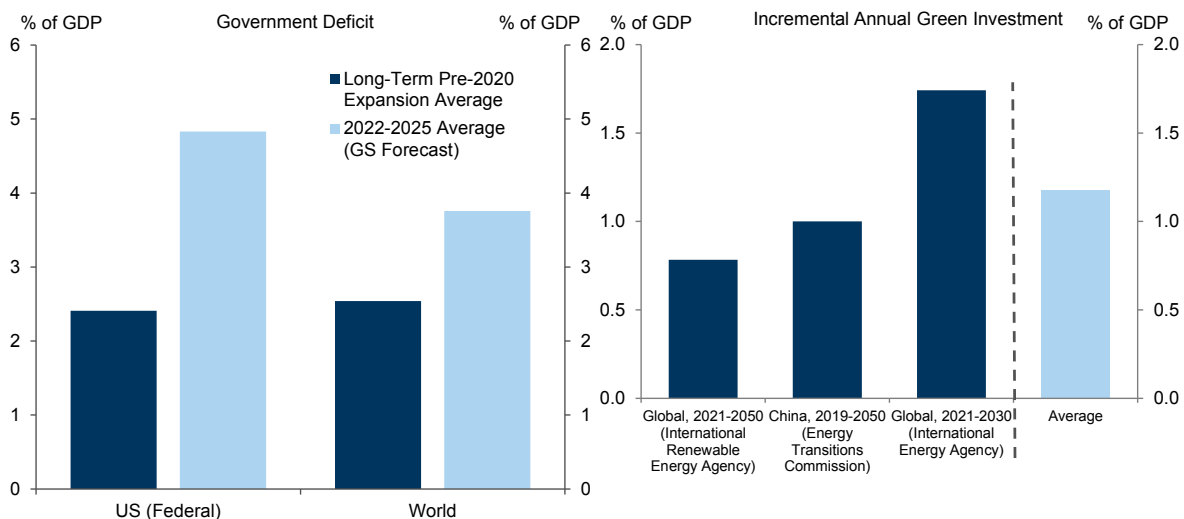
図表 15: 低インフレ局面における実質短期金利の平均値は1%前後



出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

より基礎的な観点からみると、当社の貯蓄・投資の枠組みによれば財政赤字に対する政治的寛容性の高まりと気候変動に関連した投資ニーズにより r^* は世界金融危機後のサイクルに比べて50bp前後押し上げられる可能性がある。この推計値は、パンデミック前の通常の水準に比べて政府赤字が対世界GDP比で1.25%増加するとの当社予想、ネットゼロ達成のために必要なグリーン投資の増加額は世界GDP比で1.25%と推定されること、財政赤字と投資の拡大による r^* への影響に関する学術研究による推定値に基づいて算出している(図表16)。

図表 16: 財政赤字とグリーン投資の拡大による r^* の押し上げ効果



拡大期平均は、米国は1992-2000年、2002-2007年及び2012-2019年。グローバルは2005-2007年及び2012-2019年

出所：IREA, IEA, Energy Transition Commission, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

パンデミック・リスクからインフレ・リスクへ

世界経済に関する当社の基本予想は、極めて異例となるパンデミックからの回復局面を経て、2022年に始まるより正常な拡大局面へと徐々に移行するというものだ。この移行

期間中、需要拡大ペースは鈍化する一方で供給は増加し、極めて急激な成長から確固とした成長への移行が進み、経済活動の財(および中国では住宅)からサービスへのリバランスが生じ、インフレ率は鈍化する。金融政策は極めて緩和的なスタンスからより正常なスタンスにシフトするが、この正常化のスピードは国によって大きく異なる。

こうした変化にもかかわらず、パンデミック前のマクロ経済状態に完全に回帰する可能性は低い。新たな金融政策の枠組み、より大胆な財政政策、グリーン投資、家計のバランスシートの健全化を踏まえると、長期にわたって堅調な総需要が維持される可能性が高い。特に投資による需要の拡大、それと並行したパンデミックによるインフレショックに起因するインフレ期待の上昇を勘案すると、世界金融危機後と比べて名目金利水準の高い状態に向けた長い道りを歩み始めたと考えられる。

このように概して前向きな見通しに対する最大のリスクは何だろうか。2020年3月以降、その一貫した答えは、特に感染力の強い新たな変異型ウイルスの出現によるパンデミックの一段の悪化であった。北半球が冬を迎えることもあり、引き続きこれが短期的には正しい答えとなるかもしれないが、PfizerやMerckによる経口抗ウイルス薬の開発の進展を含め、最近の医療の劇的な進歩を踏まえると、もはやこれは明らかな正解ではなくなっている。治療の向上に伴い、ワクチンに消極的な人々の間ではワクチン接種に対するインセンティブが多少削がれる可能性があることは事実である。しかし、より重要な点は、すでにワクチン接種を済ませた人々あるいはいかなる状況下でもワクチンを接種したくない人々の過半で不安が軽減され、結果として、仮に感染が拡大しても活発な経済活動が維持されることだろう。

従って、今後の世界経済に対する最大のリスクは、新たなウイルス感染の急拡大を原因とする再度の景気の悪化ではなく、財の供給の逼迫と過度な賃金上昇圧力を原因とするインフレの上昇である可能性が高い。当社は、財の供給制約のかなりの部分は来年にかけて緩和されると予想しているが、現時点ではサプライチェーンの逼迫は深刻であり、半導体、耐久財、エネルギー製品の在庫水準は極端に低下している。こうした環境下では、例えば中国での新型コロナウイルス感染症の大流行による限定的な規模の生産停止、寒波によるエネルギー需要の急増、その他の一時的な混乱要因でさえ、多大な経済的影響を及ぼす可能性がある。

賃金問題は、過去のサイクルに比べて金銭的な備えが増している労働者が報酬面だけでなく労働条件や自己実現といった側面でも仕事により多くのものを求めるようになる社会規範の変化にも関連している可能性があるため、長期的な課題となる公算もある。多くの専門家は、こうした労働者の考え方の変化を当然のものとして受け止め、場合によってはそれが遅すぎたと考える可能性もあるが、これは、賃金上昇圧力が非常に長期にわたって一段と顕著となる可能性があることを示唆する。詰まるところ、必要不可欠な職務に従事する労働者の確保は必須であり、現行の賃金でその仕事に就く人の数が足りなければ、現行賃金を引き上げる必要がある。

これに伴うインフレ率の上振れは、FRBを筆頭に世界の主要中銀による一段と大幅な金融引き締めにつながる可能性が高い。これは、FRBによる引き締めの影響を最も受けやすい新興国を中心に、成長見通しに対する下方リスクとなる。しかし、実際にこのような展開となれば、当社と市場のプライシングとの最も重要な相違点、すなわち政策金利はいずれ大幅に上昇するとの当社の予想が裏付けられることになる。

グローバル経済予測

Real GDP

(Quarterly is seasonally adjusted, annualized rate; small numbers are difference to Bloomberg consensus; forecasts are italicized)

	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2021				2022			
							Q1	Q2	Q3	Q4F	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F
US	-3.4	5.5	3.9	2.1	2.2	2.3	6.3	6.7	2.0	4.5	4.5	4.0	3.0	1.7
		-0.2	-0.1	-0.3						-0.8	-0.3	-0.1	-1.0	-1.8
Euro Area	-6.5	5.2	4.4	2.4	1.6	1.4	-1.2	8.7	9.1	4.1	3.4	3.2	3.0	2.8
		0.1	0.1	0.3						0.1	-0.3	0.0	0.5	0.4
Germany	-4.9	2.9	4.0	2.4	1.7	1.4	-7.3	7.8	7.3	3.6	3.3	3.3	2.8	3.0
		0.1	-0.3	0.4						-0.9	0.0	0.5	0.4	1.0
France	-8.0	6.9	4.5	2.4	1.6	1.4	0.3	5.3	12.6	4.0	3.1	2.8	3.0	2.9
		0.6	0.5	0.2						0.4	0.3	0.0	0.3	0.5
Italy	-9.0	6.4	4.5	2.1	1.4	1.2	1.0	11.1	10.8	4.2	3.2	2.9	2.3	2.5
		0.3	0.2	0.2						-0.1	0.0	-0.3	-0.1	0.1
Spain	-10.8	4.5	6.5	3.9	2.3	2.0	-2.5	4.3	8.3	7.2	6.1	6.3	6.7	4.6
		-1.0	0.7	0.8						1.1	1.8	2.0	2.6	1.7
Japan	-4.6	2.3	2.8	1.6	1.2	1.1	-4.2	1.9	-0.5	6.8	2.5	3.0	2.2	1.4
		-0.1	0.2	0.3						-1.5	2.7	-1.0	0.7	0.6
UK	-9.7	7.1	5.3	2.3	1.6	1.4	-5.3	23.9	6.4	5.0	4.0	3.5	3.4	2.5
		0.1	0.3	0.3					0.3	0.0	0.4	0.3	1.0	0.0
Canada	-5.3	4.8	4.0	3.1	2.3	1.9	5.5	-1.1	2.0	6.0	4.8	4.5	3.5	3.3
		-0.2	0.0	0.7					-2.0	0.3	0.7	0.3	0.0	0.4
China	2.3	7.8	4.8	4.6	4.4	4.2	0.8	4.9	0.8	6.0	5.5	5.0	5.0	4.5
		-0.2	-0.7	-0.8						0.9	-0.2	-1.1	-0.5	-0.8
India	-7.0	8.0	9.1	6.4	6.5	6.7	6.0	-41.2	55.5	22.2	4.8	5.4	5.6	6.1
		0.0	1.3	-0.1						-	-	-	-	-
Brazil	-4.1	4.9	0.8	2.2	2.9	2.6	4.9	-0.2	1.4	1.6	0.4	0.4	0.4	1.2
		-0.1	-1.0	-0.1						-0.6	-0.4	-1.2	-1.2	-0.4
Russia	-2.9	4.4	3.1	2.9	3.7	3.0	-	-	-	-	-	-	-	-
		0.1	0.6	0.8										
World	-3.2	5.9	4.5	3.4	3.3	3.2	3.1	0.8	6.0	6.2	4.6	4.3	4.0	3.2
		0.0	0.1	-0.1										

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



付属開示事項

レギュレーションAC

私達、ヤン・ハチウス、ダーン・ストライブ、Yulia Zhestkova、シッド・ブッシュ、ダニエル・ミロは、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 (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。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。定期的な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.fiadocumentation.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。