

## グローバル経済アナリスト

## 景気後退に関する事実を再検討

- 当社は今後1年間の景気後退確率を米国で30%、ユーロ圏で40%、英国で45%とみている。本稿では、先進国で1961年以降に生じた77回の景気後退を分析し、その頻度と深刻度に関する主な事実を再検討する。
- 当社の主観的景気後退確率は、1961年以降の先進国の無条件の平均景気後退確率(年間)の15%を大きく上回る。
- 1961年以降の先進国の景気後退では失業率が中央値で2.7pp上昇しているが、1980年代および英国では上昇幅がこれより大きく、日本ではこれより小さい。失業率の変化の分布は、景気後退がより深刻で失業率の上昇幅が大きい方向にやや偏っている。
- 分析により、深刻な景気後退の前には景気過熱(高い単位労働コスト上昇率とコアインフレ率)と政策金利の大幅な累積的上昇がしばしば生じることが明らかになった。これに対し、民間部門が大幅な資金余剰の状態にある場合には、その後の景気後退がさほど深刻なものにならないことが多い。
- 現時点で、先進国各国の単位労働コスト上昇率、コアインフレ率、政策金利の予想引き上げ幅は、先進国の典型的な景気後退前の水準におおむね近い。米国、英国、カナダの景気過熱の指標が日本とユーロ圏より高いことは、次の景気後退がこのG10の3つの英語圏諸国でやや深いものになる可能性があることを意味する。その一方で、民間部門はすべての国で典型的な景気後退の前よりもはるかに大幅な資金余剰の状態にあり、次の景気後退が浅いことを示唆する。
- 当社のヒストリカルなデータセットに含まれないその他の変数から導かれるインプリケーションはまちまちだ。悲観的なものとしては、金融政策と財政政策の対応が通常よりも限定的なものにとどまる可能性があることと、欧州ではエネルギー供給の混乱が最大のリスクであることが挙げられる。一方、楽観的なインプリケーションは、長期のインフレ・賃金期待が依然としておおむね固定されているとみられることと、供給面に大幅な改善余地が残っていることだ。

## 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

## ユリア・ゼストコワ

+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

## 景気後退に関する事実を再検討

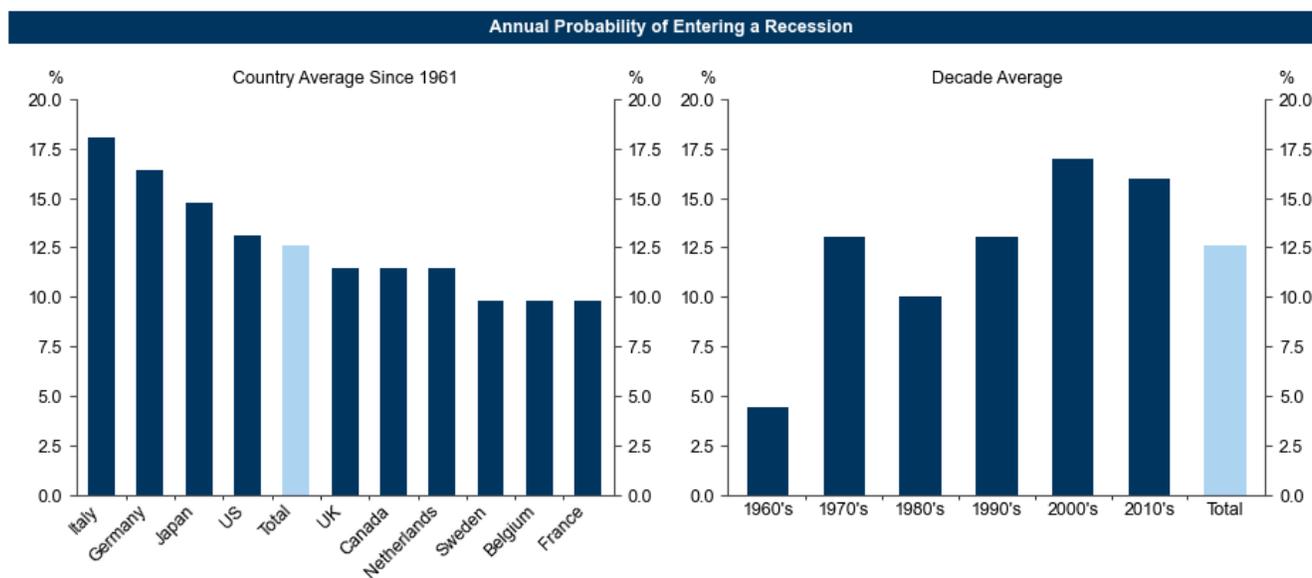
当社は今後1年間の景気後退確率を米国で30%、ユーロ圏で40%、英国で45%とみている。本稿では、1961年以降の先進国における77回の景気後退を分析し、その頻度と深刻度に関する主な事実を再検討する。

### 頻度（発生確率）

当社の現在の主観的景気後退確率を歴史的な文脈で捉えるため、米国の全米経済研究所（NBER）の定義のように景気後退の公式の分類基準が存在する場合にはそれに基づいて、過去の景気後退の頻度を算出する。ベルギーとオランダについては、「四半期の一人当たりGDP成長率が前年同期比でマイナスとなった時期」を景気後退に分類する<sup>1</sup>。

図表1は、先進国の1961年以降の無条件の年間景気後退確率が平均で15%前後であることを示している。図表から、過去約60年間、景気後退リスクに国や時期による大きな変化がなかったことも読み取れる。

図表 1: 歴史的に見ると、先進国が景気後退入りする年間確率は15%前後



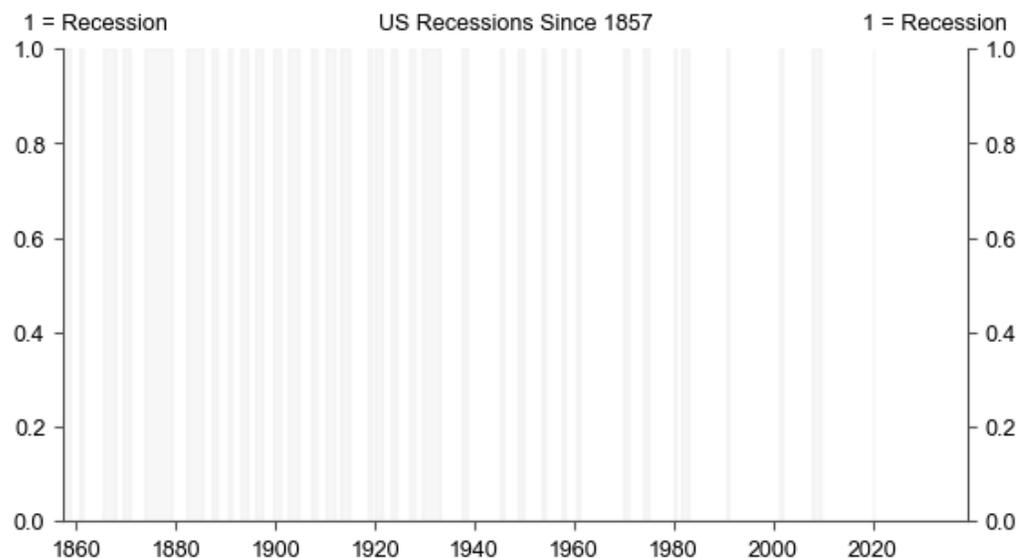
Sample begins in 1961 for all countries. The pandemic recession (on a quarterly basis) started in 2019 for France, the UK, Italy, Japan, Germany, and the US and in 2020 for Sweden, Belgium, Canada, and the Netherlands.

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

当社の推計した30%という今後1年間の米国の主観的な景気後退確率も、同国の過去平均より高い。1991年以降の米国の年間景気後退確率は平均12%（図表2参照）だが、1855年～1990年の平均はこれを大幅に上回る23%だった。FRB創設、インフレ期待の固定、景気感応度の高い製造業の相対的重要度低下を受けて、米国の景気後退の頻度は低下している。

<sup>1</sup> 前後の景気後退との間に6四半期以上の間隔があいていることも条件とする。

図表 2: 米国では過去には景気後退がはるかに頻繁に生じていた



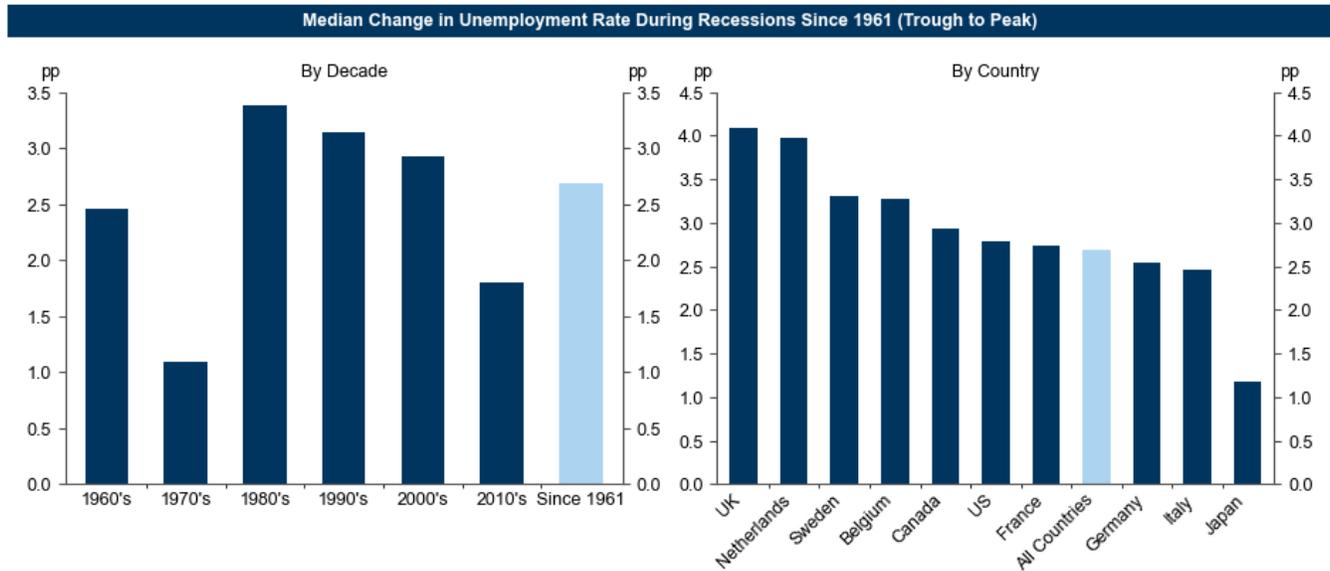
出所：ハーバードアナリティクス，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

## 深刻度

次に、底からピークまでの失業率の変化を用いて景気後退の深刻度を定義する。2020年のパンデミックによる「外生的」景気後退は、失業率上昇が米国やカナダのように極端なアウトライヤーであったか、欧州や日本のように一時帰休制度によりかなり抑えられていたため、ここでは分析対象から除外する。

図表3は、1961年以降に発生した先進国の景気後退において、失業率が中央値で2.7pp上昇し、1980年代には上昇幅がやや大きかったことを示している(図表3の左のグラフ参照)。失業率の上昇が相対的に大幅だった米国、オランダ、スウェーデンなどの国は、景気後退の頻度も相対的に低い傾向がある。これに対し、失業率の上昇が相対的に小幅だったドイツ、イタリア、日本などの国は、景気後退の頻度が相対的に高い傾向がある。

図表 3: 失業率の中央値の上昇幅は2.7ppで、英国と1980年代の景気後退は深刻度が高い

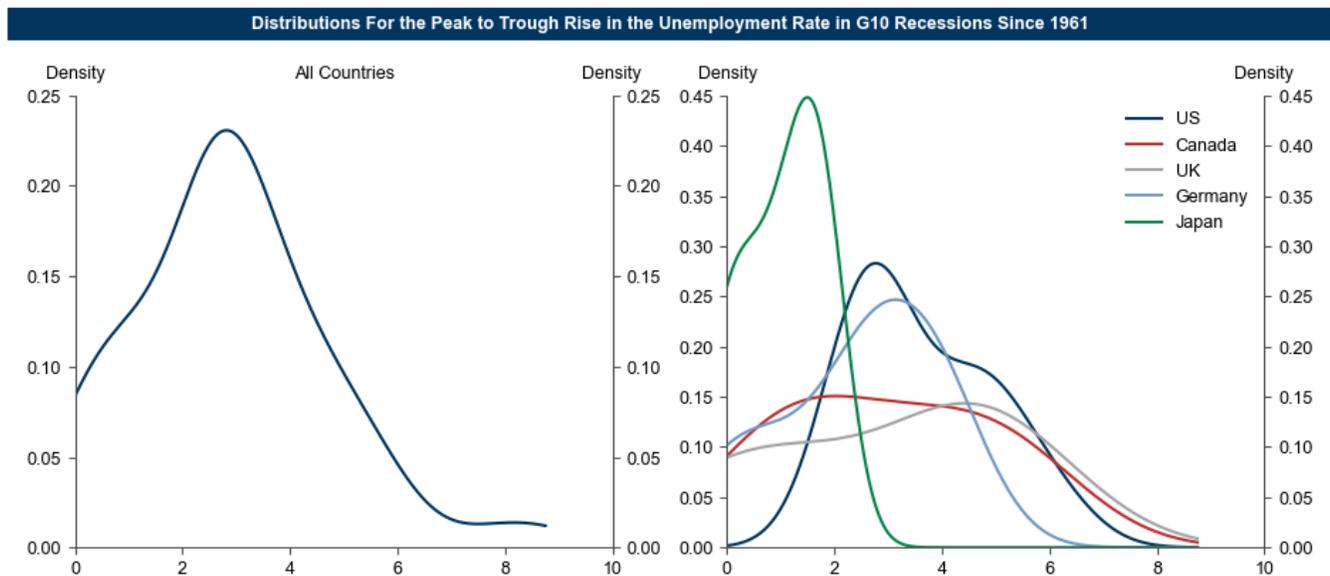


Excludes pandemic recession.

出所: 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

景気後退期における失業率の変化の分布は、深刻度の高い方向への偏りを示している。英国とカナダの分布は特にそうした偏りが顕著だが、日本の分布は深刻度の低い方向に偏っている。

図表 4: 景気後退の深刻度の分布はより深刻な方向にやや偏っている



Excludes pandemic recession.

出所: 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

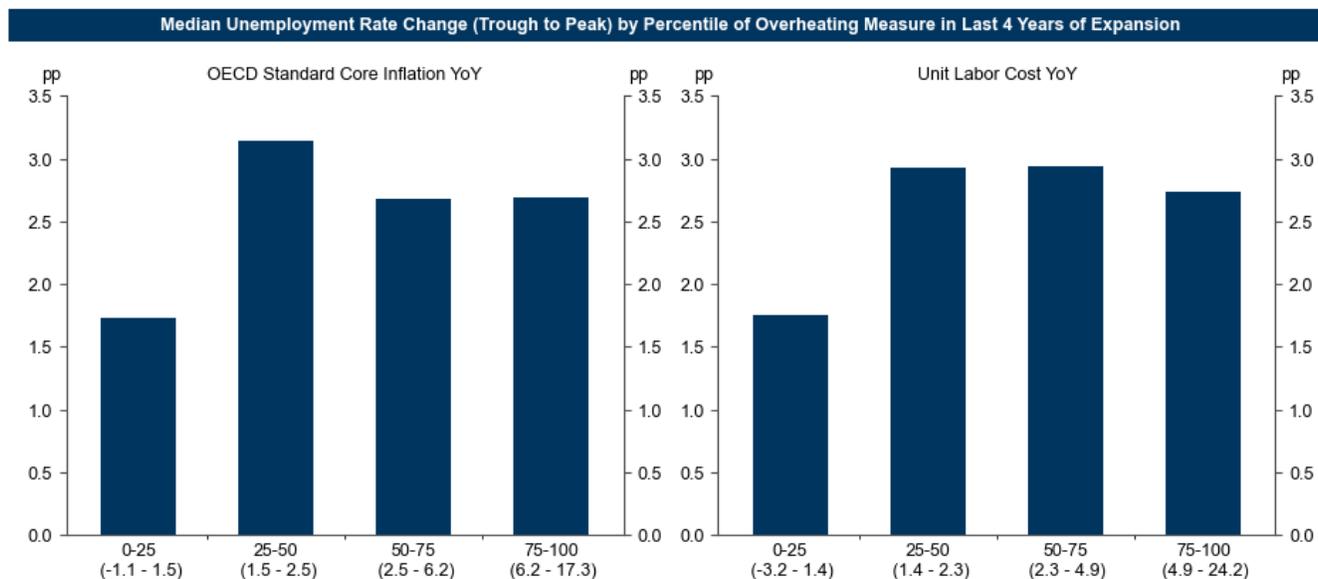
### 深刻度の予測変数

次に、データの歴史の長い変数に重点を絞って、景気後退の深刻度の予測力が高い変数を見出す。

分析により、深刻な景気後退の前には、景気過熱——高い単位労働コスト上昇率とコア

インフレ率(図表5参照)——と政策金利の大幅な累積的上昇がしばしば生じることが明らかになった<sup>2</sup>。これに対し、民間部門が大幅な資金余剰の状態にある場合には、その後の景気後退はさほど深刻なものにならないことが多い(図表6参照)。

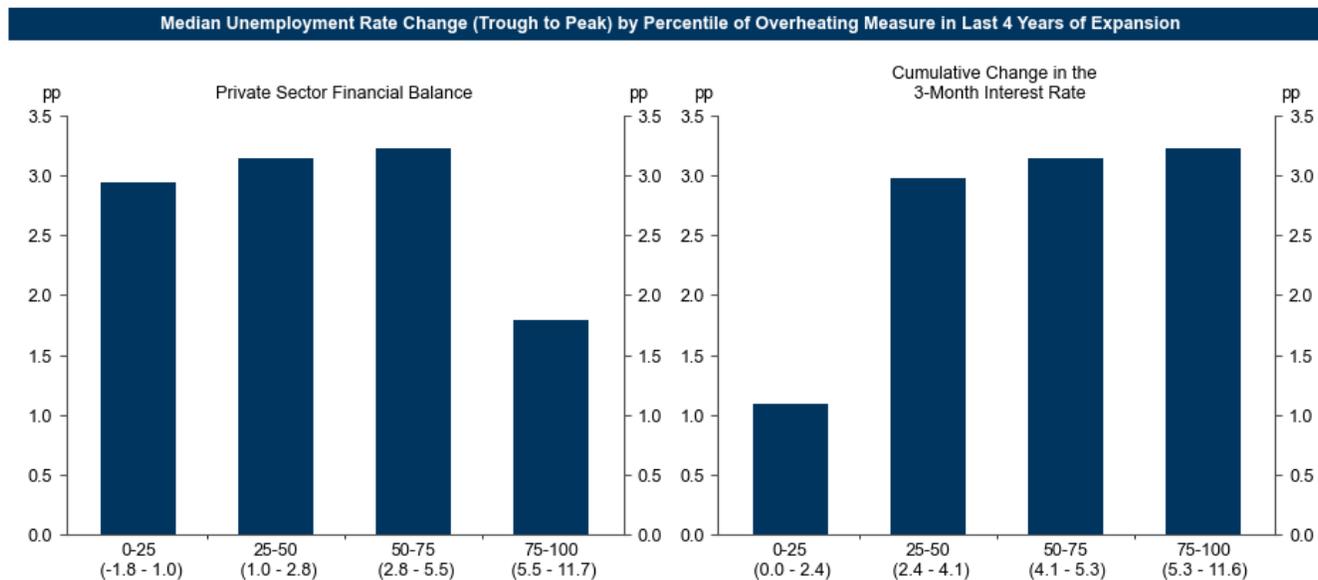
図表 5: 景気後退の深刻度と景気過熱との関係



Excludes pandemic recession.

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 6: … 景気後退の深刻度と金融過熱および金融引き締めとの関係



Excludes pandemic recession.

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

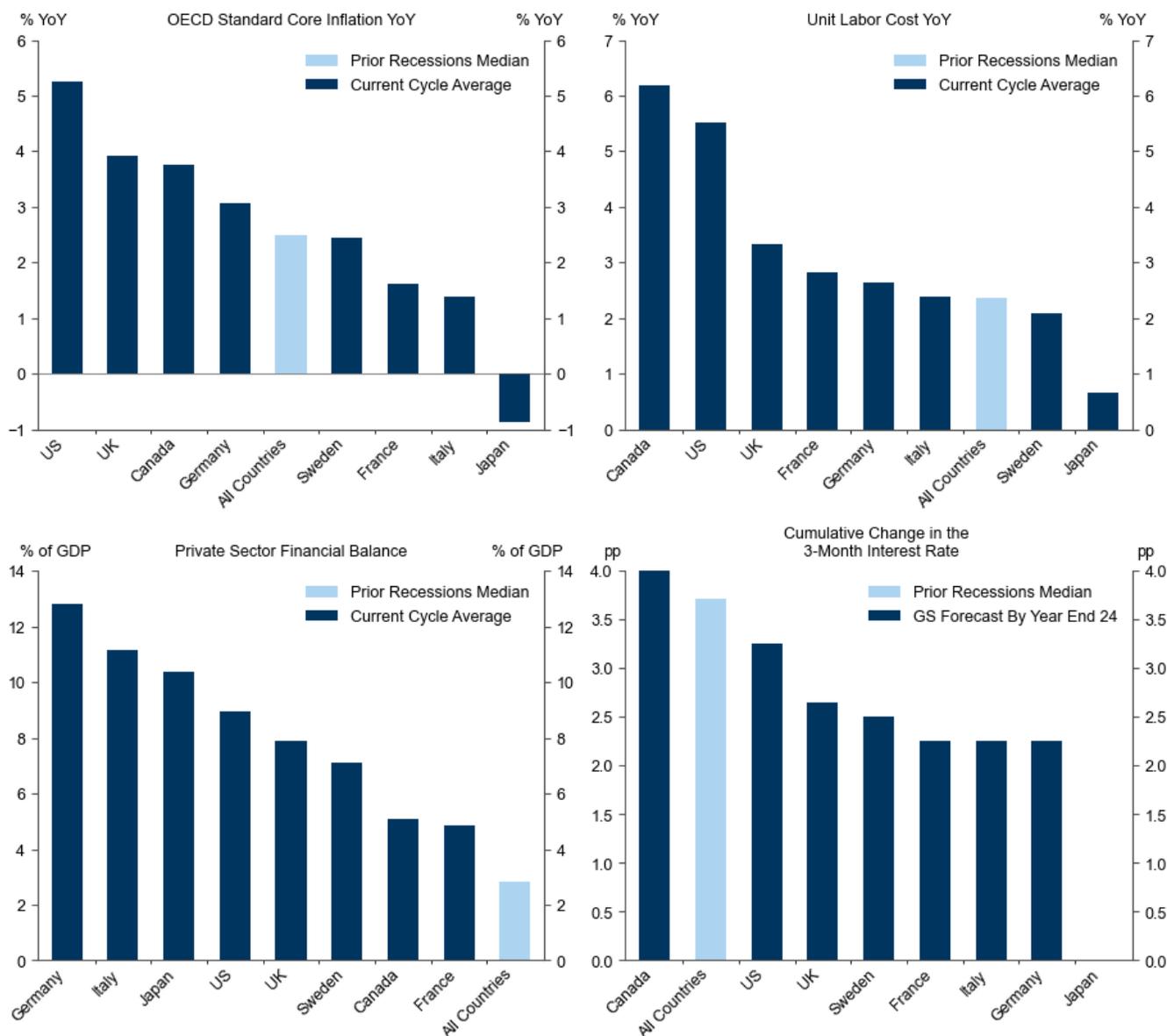
## インプリケーション

以上の分析結果から、次の景気後退の規模について何が言えるのだろうか。

<sup>2</sup> 景気後退シナリオはおそらく当社のベースライン予測よりも大幅な政策金利上昇を伴う。

先進国各国の単位労働コスト上昇率、コアインフレ率、政策金利の予想累計上昇率は、おおむね先進国の典型的な景気後退前に近い水準にあり(図表7参照)、そのうち米国、英国、カナダは相対的に過熱度が高く、日本とユーロ圏は過熱度が低い。一方、民間部門の資金余剰は先進国の典型的な景気後退前の水準を大幅に上回っている。

図表 7: 民間部門は景気後退期の平均を大きく上回る資金余剰の状態にある



Excludes pandemic recession.

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

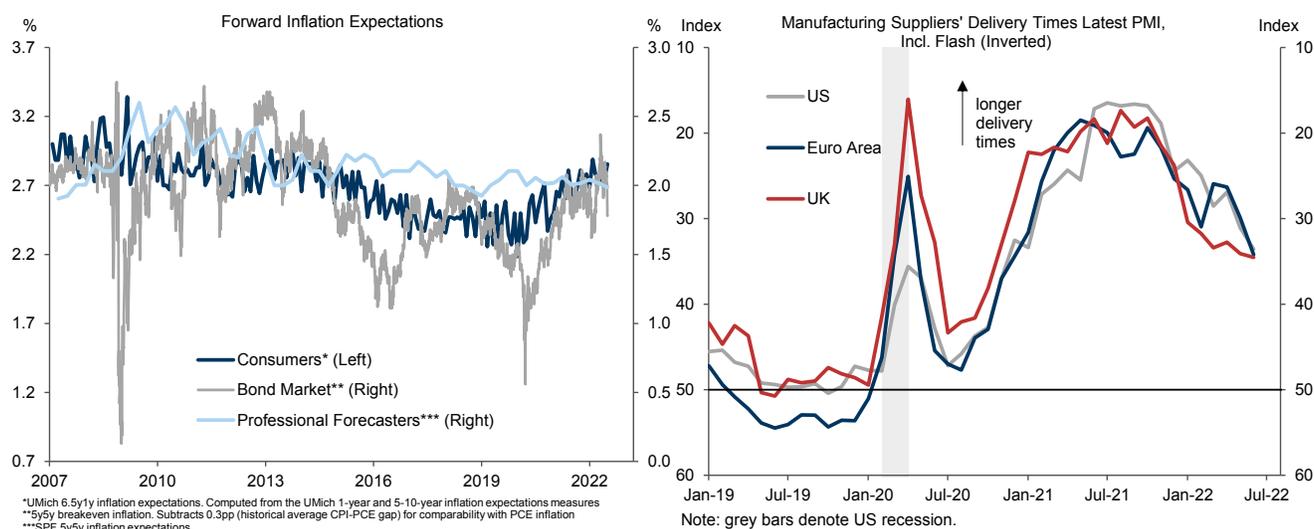
図表6と7は、G10の英語圏諸国の次の景気後退の規模についてまちまちのシグナルを発している。

悲観的なシグナルとしては、景気過熱の指標は深刻な景気後退のライトテール・リスクが通常よりもやや高いことを示している。また、楽観的なシグナルとして、民間部門が大幅な資金余剰の状態にあることは、景気後退が浅いことを示唆している。これに対し、日本とユーロ圏ではこれら4つの変数がすべて、景気後退の底が浅いことを示唆する心強いシグナルを発している。

当社の過去のデータセットに含まれないその他の変数に目を向けてみると、そこから導かれるインプリケーションも同様にまちまちだ。

悲観的なものとしては、政策金利が依然として事実上の下限に近いにもかかわらず、中央銀行のバランスシートの規模と政府の債務水準は過去の平均をはるかに上回っているため、金融・財政政策の対応が通常より限られる可能性があることが挙げられる。それに加えて、ウクライナでの戦争との関わりとエネルギー供給不足のリスクにより、特に冬に天然ガス供給停止の可能性を考慮した場合、ドイツとイタリアの見通しは相対的に厳しい。これに対し、長期のインフレ・賃金期待が依然としておおむね固定されていることは、比較的楽観的なインプリケーションを有する(図表8の左のグラフ参照)。さらに、世界のサプライチェーン(納期が短縮している)と労働市場の両方に、供給面の大幅な改善余地が残っている。

図表 8: 長期インフレ期待は現時点ではかなりしっかりと固定され、サプライチェーンの問題は引き続き緩和している



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

ダニエル・ミロ

ダーン・ストライブン

## 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、ユリア・ゼストコワ、シッド・ブッシュン、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サ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。