

グローバル経済アナリスト

2024年マクロ経済見通し：難所を通過

- 2023年の世界経済は楽観的な当社予測をも上回っている。GDP成長率は1年前のコンセンサス予測を世界全体で1pp、米国で2pp上回る見通しで、コアインフレ率はパンデミック後に物価が高騰した国で2022年の年率6%から3%に低下している。
- 2024年には一段のデysinフレが見込まれる。財市場と労働市場の正常化はすでにかかなり進んでいるが、デysinフレ効果が完全に表れるのはこれからで、コアインフレ率は2024年末には2~2.5%に低下するだろう。
- 景気後退リスクは限定的という当社の見解に変わりはなく、米国の景気後退確率を引き続き15%とする。2024年には、世界経済の成長の追い風として、実質家計所得の大幅増、金融・財政引き締めによるマイナス影響の縮小、製造業の活動回復、成長減速に備えた保険としての利下げに対する中央銀行の姿勢の積極化などを予想している。
- 大半の主要国中央銀行は既に利上げを終了したとみられるが、当社のベースライン予測で想定する力強い世界経済の下では、利下げ開始は2024年下期になるだろう。政策金利変更が最終的に終了した時点で、中央銀行は現在予測する長期的に維持可能な水準よりも高い水準に政策金利を据え置くと予想する。
- 日銀は2024年4月に引き締めバイアスにシフトし、「賃金と物価の好循環」を確認後10月にマイナス金利解除に踏み切る予想だ。中国では追加刺激策により短期的に成長が押し上げられる見込みだが、数年にわたる減速は続くだろう。
- 市場の見通しはリスクプレミアム低下と当社の中心シナリオの十分な織り込みにより複雑になっている。当社のベースライン予測の下で、2024年には国債、社債、株式、コモディティのリターンがキャッシュを上回ると予想する。各資産がそれぞれ異なるテールリスクに対するプロテクションを提供するため、2023年のキャッシュに重点を置いた資産配分に代わって、2024年にはバランスの取れた資産配分が有効になり、ポートフォリオのデュレーションの役割が拡大するだろう。
- 高金利環境への移行は平坦な道のりではなかったが、確定利付き資産の予想リターンは現在、大幅に向上している。最大の問題は、世界金融危機前の金利環境への回帰が持続するかということだ。その答として、おそらく米国ではその他の地域、特にソブリンストレス再燃の可能性がある欧州に比べ、持続する可能性が高い。米国の成長ストーリーを明らかに脅かすような問題が生じない限り、ドル高は持続する公算が大きいだろう。

ヤン・ハチウス

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

ドミニク・ウィルソン

+1(212)902-5924 | dominic.wilson@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

ジョセフ・ブリッグス

+1(212)902-2163 | joseph.briggs@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

Vickie Chang

+1(212)902-6915 | vickie.chang@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

デヴェシュ・コドナニ

+1(917)343-9216 | devesh.kodnani@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

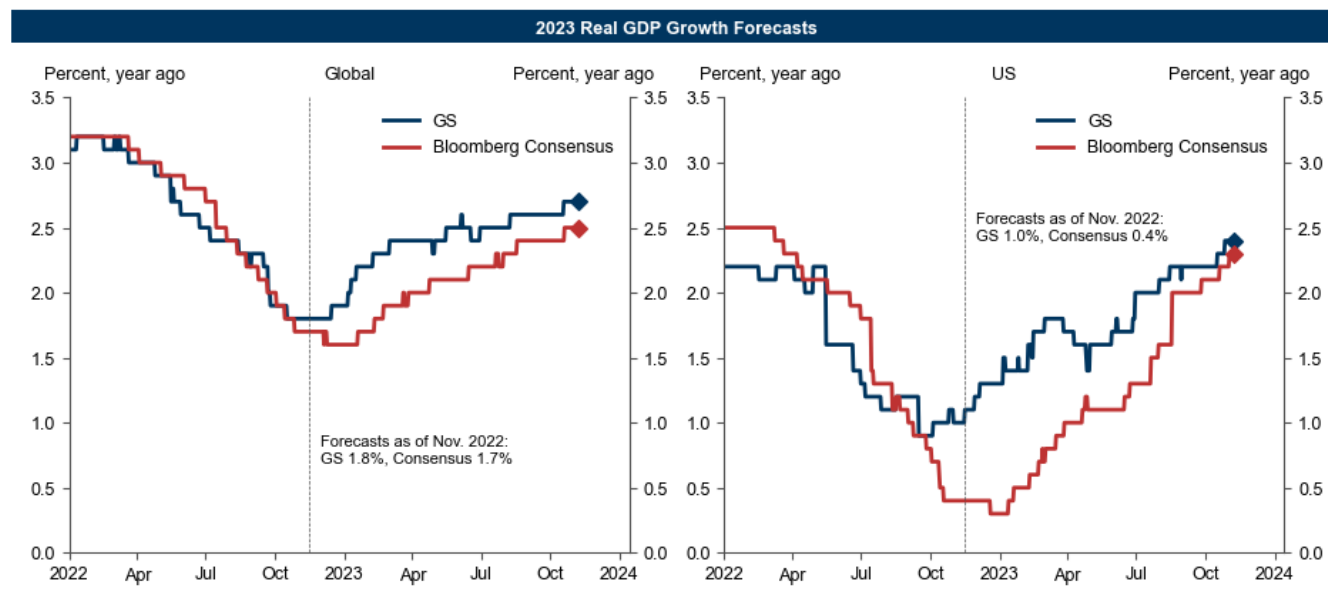
ジョヴァンニ・ピエールドメニコ

+44(20)7051-6807 | giovanni.pierdomenico@gs.com
Goldman Sachs International

2024年のマクロ経済見通し：難所を通過

2023年の世界経済は楽観的な当社予測をも上回って推移している。図表 1に示したように、当社は現在2023年の世界のGDP成長率を、1年前のブルームバーグコンセンサス予測を1pp上回る2.7%と予測している。米国は2.4%の成長を達成する見込みで、これは1年前のコンセンサス予測を2pp上回る。その他の地域ではサプライズはこれより総じて小幅ではあるが、それでも当社の予想では、当社の調査対象地域の88% (GDP加重平均ベース) がコンセンサス予測を上回る成長を達成することになるだろう。

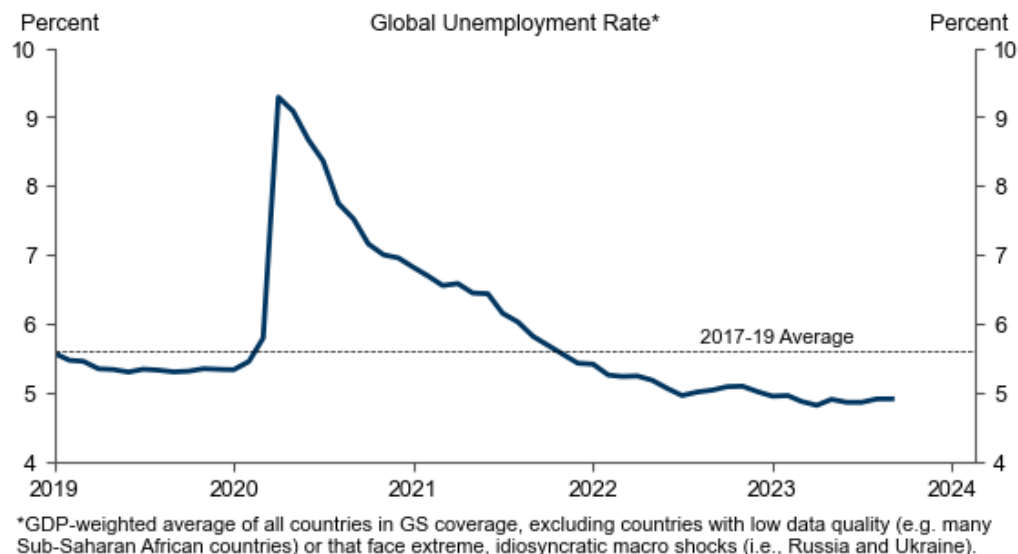
図表 1: 2023年の成長率は楽観的な当社予測を上回って推移している



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

堅調なGDP成長は、それ以上に堅調な労働市場のパフォーマンスをもたらしている。図表 2は、信頼性の高い労働市場データを公表している当社の調査対象地域のすべてで、失業率が2022年～2023年に徐々に低下を続け、現在はパンデミック前の水準を約0.5pp下回っていることを示している。重要なのは、この改善傾向がユーロ圏のように実質GDP成長率がきわめて低い一部の主要地域においても明らかなことだ。

図表 2: 失業率はパンデミック前を下回る水準で安定



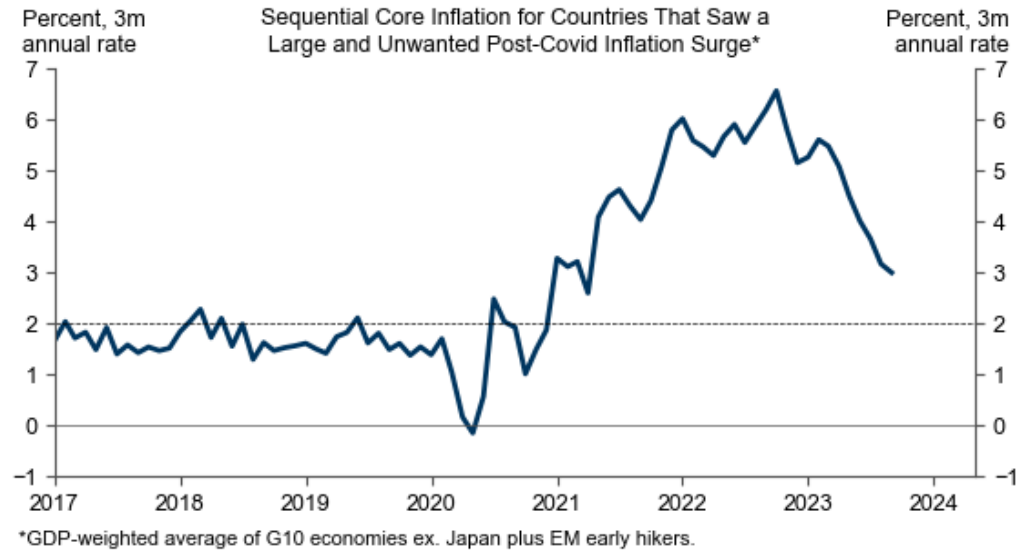
出所：ハーバーアナリティクス，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

こうしたポジティブサプライズは、いくつかの想定外の負のショックにもかかわらず生じている。第1に、予想を上回る成長に加えて、少なくとも年前半の予想以上にタカ派的な中央銀行の反応関数の影響により、短期金利と長期金利がともに市場のプライシングが示唆するよりもさらに大幅に上昇した。第2に、米国と欧州で、一時的ではあるが深刻な銀行不安が生じた。第3に、イスラエルとハマスの軍事衝突が、世界の秩序が直面している安全保障リスクの高まりという厳しい現実を改めて突きつけている（現時点では、この衝突により原油価格や金融市場、および中東以外の地域の実体経済に大きな影響は生じていないが）。

しかし、重要なのは、2023年がもたらした明るいニュースはこれだけではないということだ。GDP成長と雇用の上振れは、いくつかの負のショックにもかかわらず生じたというだけでなく、2021年～2022年のポストパンデミック期に望まれない物価高騰が生じたすべての国で、大幅なインフレ率低下と同時に生じている。

このインフレ改善がどの程度の規模なのかが掴めるよう、[図表 3](#)に、すべてのG10諸国（インフレ上昇が望まれている日本を除く）と最も大幅なインフレ上昇を経験して強力な金融引き締めが実施された「利上げ先行」新興国の平均コアCPIインフレ率の推移を示した。2022年末以来、これらの国のコアインフレ率は3ヵ月年率で6%から3%に低下している。したがって、これらの国の中央銀行は、インフレを目標に戻すために必要な調整の4分の3以上をすでに達成したことになる。

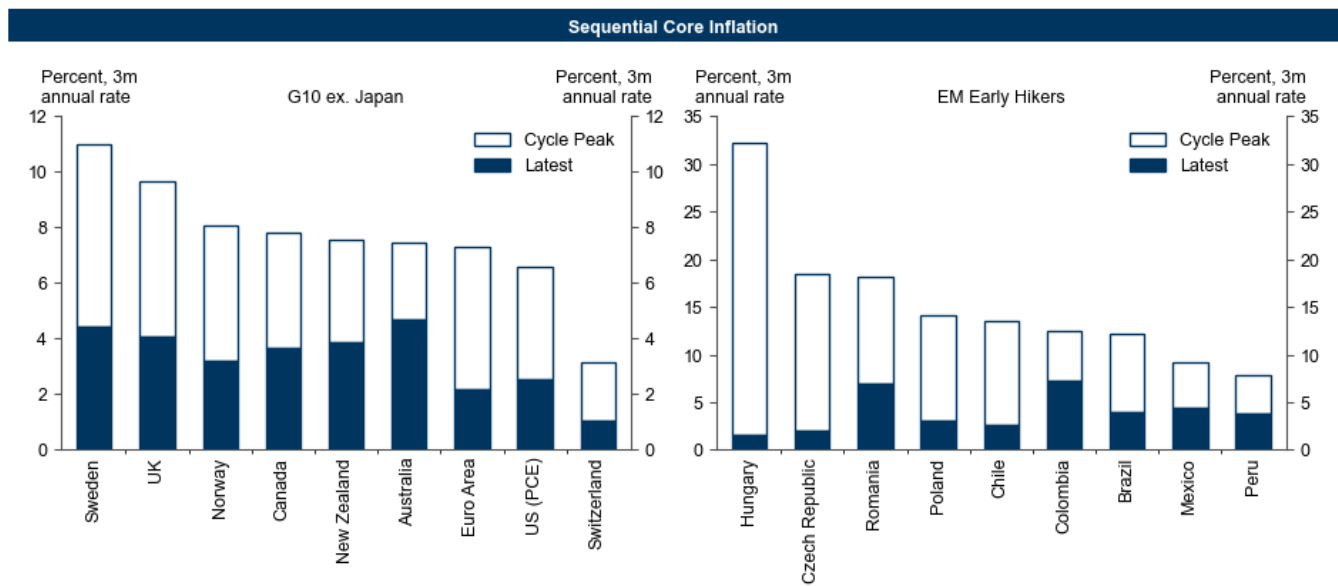
図表 3: パンデミック後に物価が高騰した国でコアインフレ率が急低下



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

改善はこれらの国全般で生じている。図表 4からわかるように、ここで取り上げたG10諸国と利上げ先行新興国のすべてで、インフレ率はピークからかなり大幅に——多くの場合劇的に——低下している。

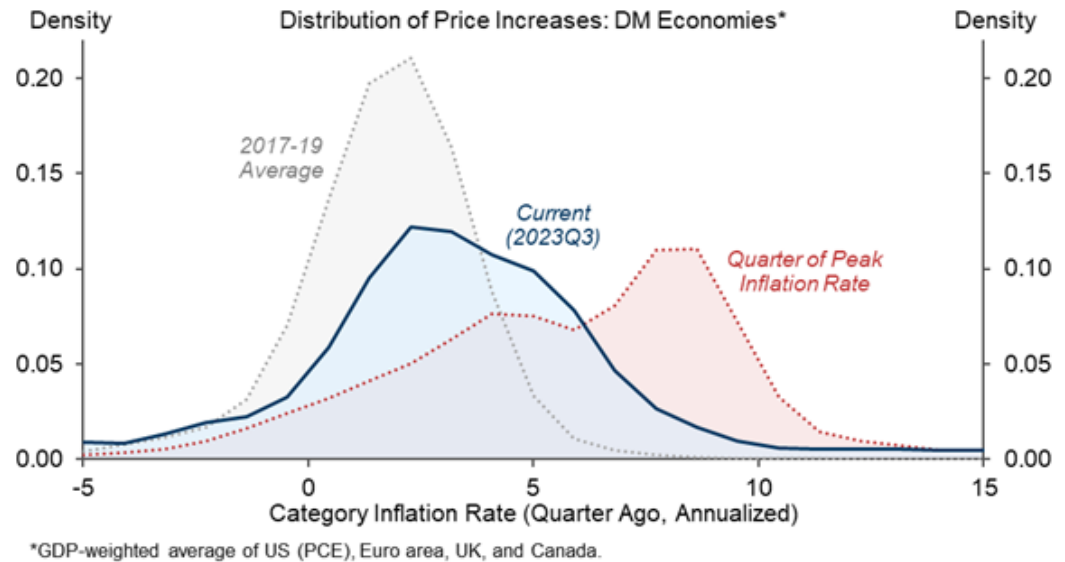
図表 4: コアインフレ率はすべての国でかなり大幅に低下



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

改善は物価指数の品目別にも広範囲で生じている。図表 5は、物価変動の分布の右裾（価格高騰）がパンデミック前の形状にやや戻っていることを示しているが、価格設定頻度が比較的低く、変動が遅行する分野（ヘルスケア、保険など）の「キャッチアップ」により、まだ完全には正常化していない。一方、分布の左裾（価格急落）は分析対象期間を通して安定している。これは、エネルギーや米国の中古車のような品目の過去1年の価格下落は例外的であり、外食や家庭用品のような日常的な品目のインフレ率が安定した低水準に再びアンカーされていることが改善の理由としては大きいことを意味する。

図表 5: 物価上昇の分布の右裾が正常化に向かうに伴い、インフレ率は低下している

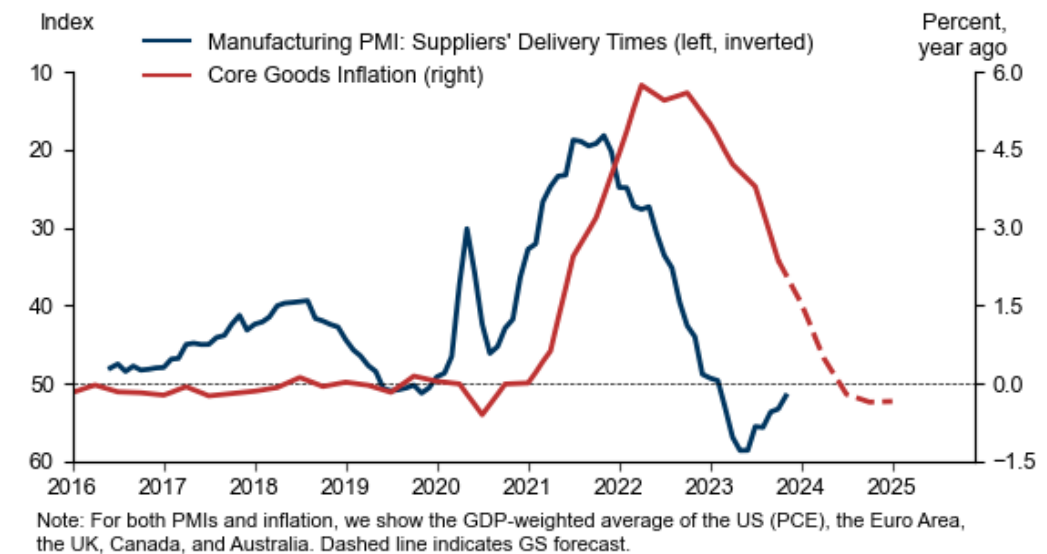


出所：ハーバーアナリティクス、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

最後の1マイル

当社はデシインフレの「最後の1マイル」が特に難しいとは考えていない。その第1の理由は、財セクターの需給バランス改善(サプライヤーの納入遅延などにより計測)はすでにほぼ完了しているが、コア財のデシインフレへの影響はまだ表れつつある段階で、2024年も大部分の時期に持続する可能性が高いことだ(図表 6参照)。

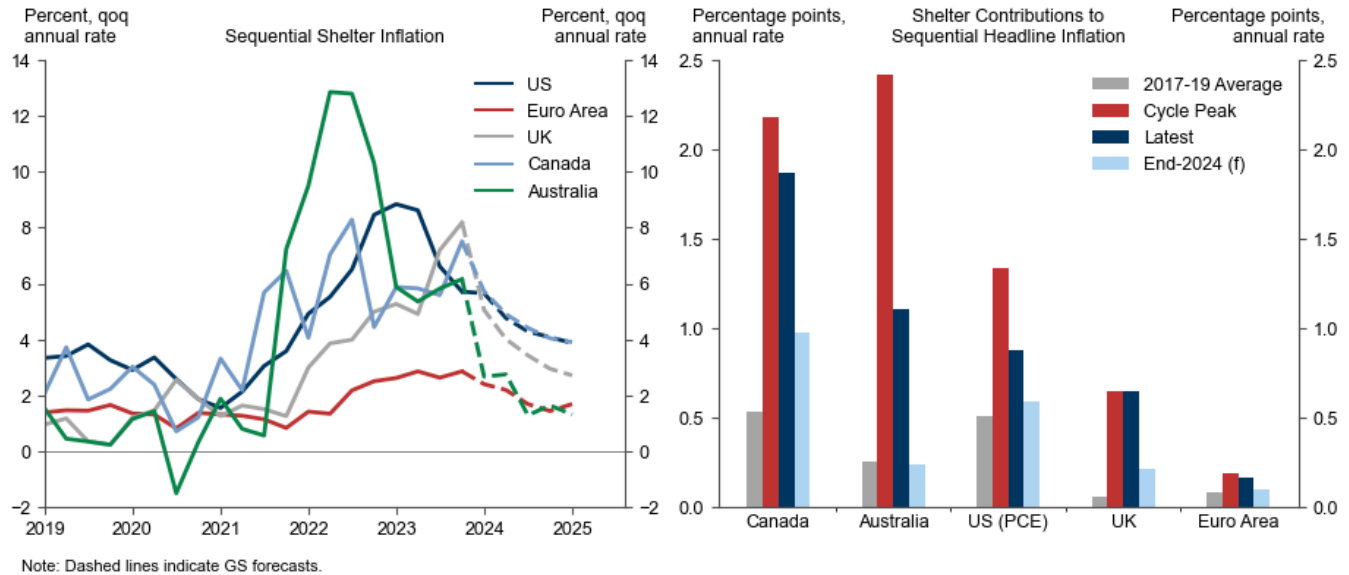
図表 6: 財のデシインフレは今後も持続



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

第2の理由として、住居費インフレ率には引き続き大幅な低下余地がある。これは先進国全般に言えるが、その影響の規模は、持ち家が主要インフレ指標に含まれていないユーロ圏と英国では比較的小さい(図表 7参照)。

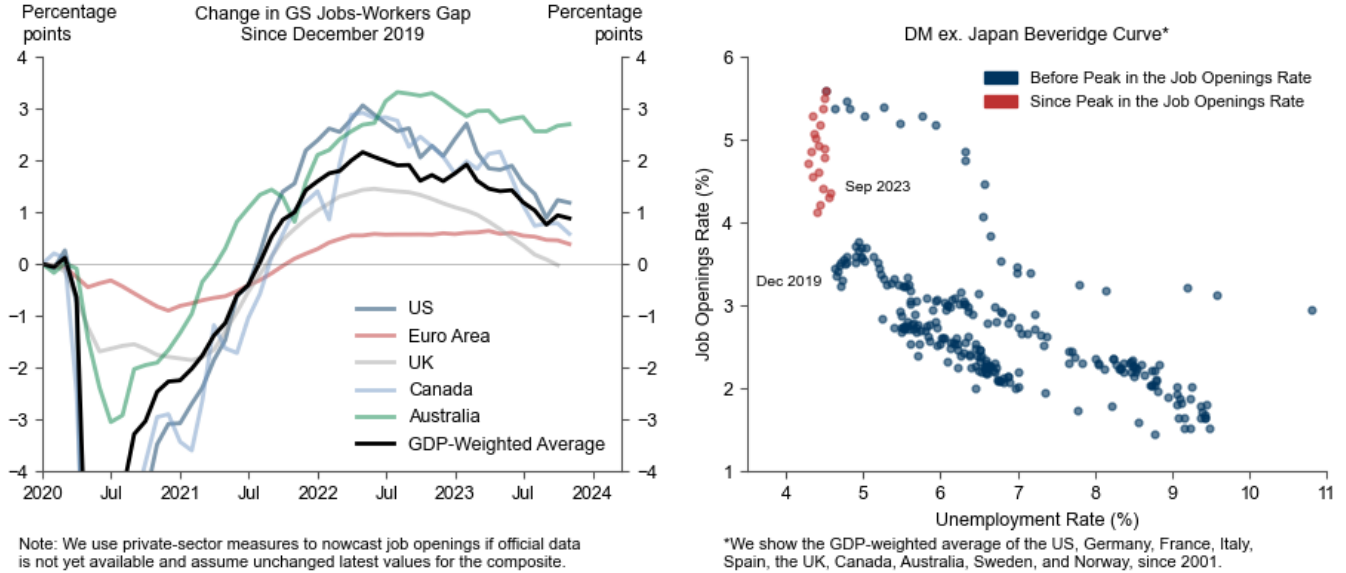
図表 7: 住居費インフレ率に一段の低下余地



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

第3の最も重要な理由は、労働市場の需給バランスが図表 8に示したように引き続き改善していることだ。左のグラフは、当社が指標として用いている職の総数と労働者数のギャップ(欠員数から失業者数を差し引いたものとして計測)がいずれの国でも縮小傾向にあることを示している。この改善は理論上、欠員数の減少という望ましいプロセスか、失業率上昇という望ましくないプロセスのいずれかを通じて生じる。実際には、右のグラフに示したように、この調整はこれまでのところほぼ全面的に、欠員数が失業率上昇を伴わずに減少するという望ましいプロセスによって生じている(専門用語を用いて言えば、「ベバリッジ曲線」がパンデミック前の形状にほぼ戻っている)。主要国の大半で欠員率が経済のファンダメンタルズにより示唆される水準を依然として上回っている(したがって一段の正常化の余地がある)ことから、当社は今後の調整もおおむね痛みを伴わずに進むと予想しており、その間にインフレ率が中央銀行の目標を下回るなら、欠員率がパンデミック前の水準に完全に戻る必要はおそらくないだろう。

図表 8: 失業率上昇を伴わない欠員減少により、労働市場の需給が緩和している



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

こうした改善と総合インフレ率の急低下を考慮すると、名目賃金上昇率がインフレ目標と整合的な水準に向けて大幅に低下し始めても驚くにはあたらない(図表 9参照)。インフレ期待が総じてアンカーされていることを考え合わせれば、以前のインフレ高進が深刻な二次的影響をもたらす可能性は低いだろう。

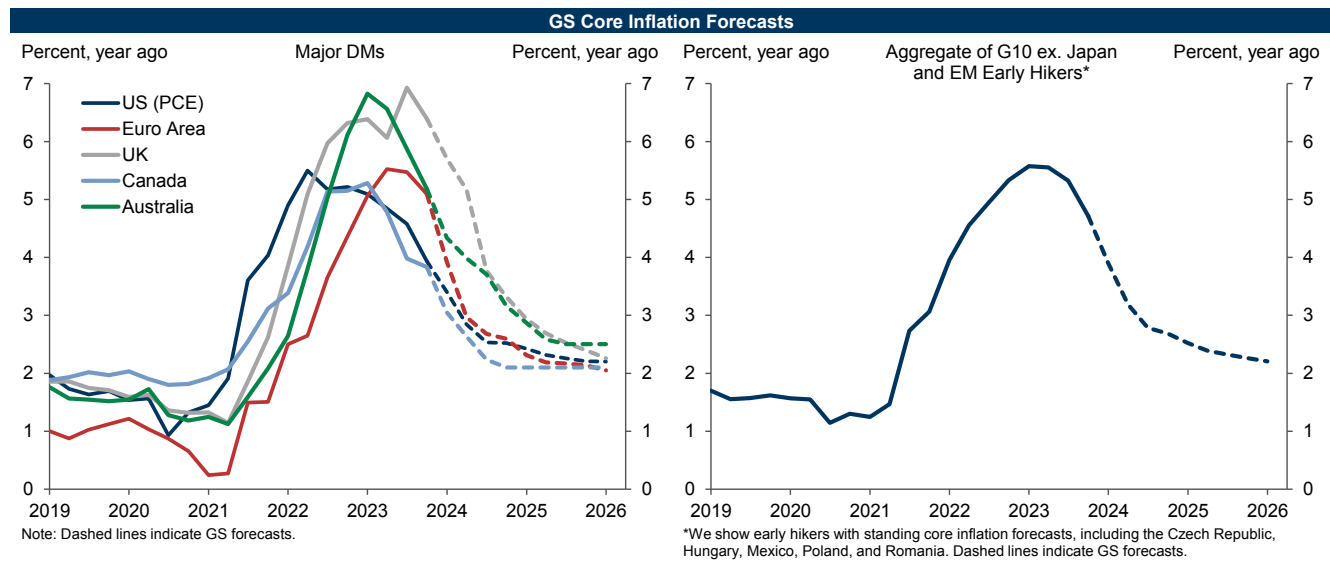
図表 9: 賃金上昇率も各国で前四半期比で低下



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

以上を勘案すると、デイスインフレはさらに持続する余地がある。G10諸国(日本を除く)と利上げ先行新興国の平均で、コアインフレ率は現在の年率3%から、2024年末には大半の先進国中央銀行の目標にほぼ合致する2~2.5%に減速すると予想する(図表 10参照)。当社の見るところでは、目標に合致するインフレ率達成予測に対するリスクは、どちらかといえば前倒しの方向に傾いている。

図表 10: コアインフレ率は2024年末には目標にほぼ合致する水準まで減速する見込み

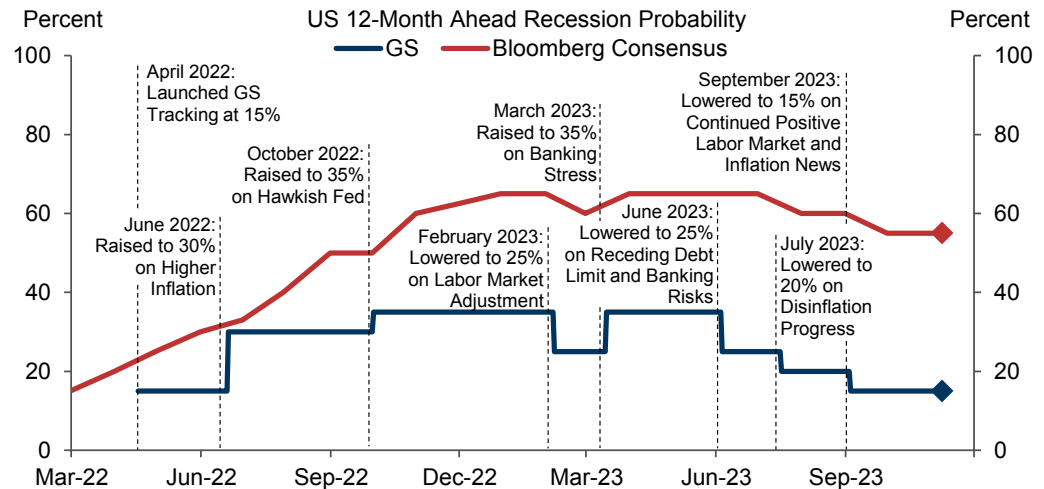


出所: ハーパーアナリティクス, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

景気後退はまったく必要なし

2023年の成長とインフレに関する明るいニュースにもかかわらず、予測機関の間では景気後退懸念がさほど低下していない。過去1年の成長率が他の国を明らかに上回っている米国においてさえ、図表 11に示したように、中央値の予測は今後12カ月に景気後退入りする確率を約50%としている¹。これは2022年終盤の調査結果の65%から小幅低下したにすぎず、当社予想の15% (2022年終盤の35%から低下) をはるかに上回っている。

図表 11: 当社は米国の景気後退回避への確信を強めている



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

米国以外にも、当社は調査対象地域の大半で2024年も引き続き成長率が予測を上回るとみている。2024年平均の世界経済成長率当社予測は2.6%で、世界の潜在成長率よりわずかに高い(図表 12参照)。特筆すべきは、当社の予測する米国の成長率が引き続き他の先進国を上回り、国別予測に基づく、成長率はコンセンサス予測を米国で1.1pp、日本で0.5pp、カナダで0.5pp、中国で0.3pp、豪州で0.3pp、ユーロ圏で0.2pp上回る見通しであることだ。

¹ 米国経済が今後12カ月に全米経済研究所の景気循環日付認定委員会の定義する景気後退に陥る確率の最新予想は、図表に示したブルームバーグの調査で55%、ウォール・ストリート・ジャーナルの最新調査で48%。

図表 12: 2024年のGDP成長率当社予測はコンセンサスを上回っている

Real GDP Growth Percent Change yoy	Annual Average						Q4/Q4	
	2023		2024		2025		2024	Potential
	GS	Consensus	GS	Consensus	GS	Consensus	GS	GS
US	2.4	2.3	2.1	1.0	1.9	1.8	1.8	1.8
Euro Area	0.5	0.5	0.9	0.7	1.5	1.5	1.3	1.1
Germany	-0.1	-0.4	0.6	0.5	1.3	1.5	1.0	1.3
France	0.9	0.8	1.1	0.8	1.3	1.4	1.3	1.1
Italy	0.7	0.7	0.7	0.6	1.2	1.2	1.2	0.8
Spain	2.4	2.3	1.7	1.4	1.7	2.0	1.8	1.3
Japan	1.9	1.9	1.5	1.0	1.1	1.0	1.3	0.9
UK	0.5	0.4	0.5	0.4	1.0	1.3	0.8	1.4
Canada	1.3	1.1	1.1	0.6	1.7	2.0	1.4	1.8
Australia	2.0	1.8	1.8	1.5	2.4	2.2	2.0	2.6
China	5.3	5.2	4.8	4.5	4.2	4.5	4.6	4.2
India	6.4	6.5	6.3	6.1	6.5	6.4	5.7	6.1
Brazil	3.1	3.0	1.6	1.6	2.4	2.0	2.5	2.1
Russia	2.4	2.0	2.1	1.3	1.3	1.2	0.9	2.0
World	2.7	2.5	2.6	2.1	2.7	2.7	2.6	2.5

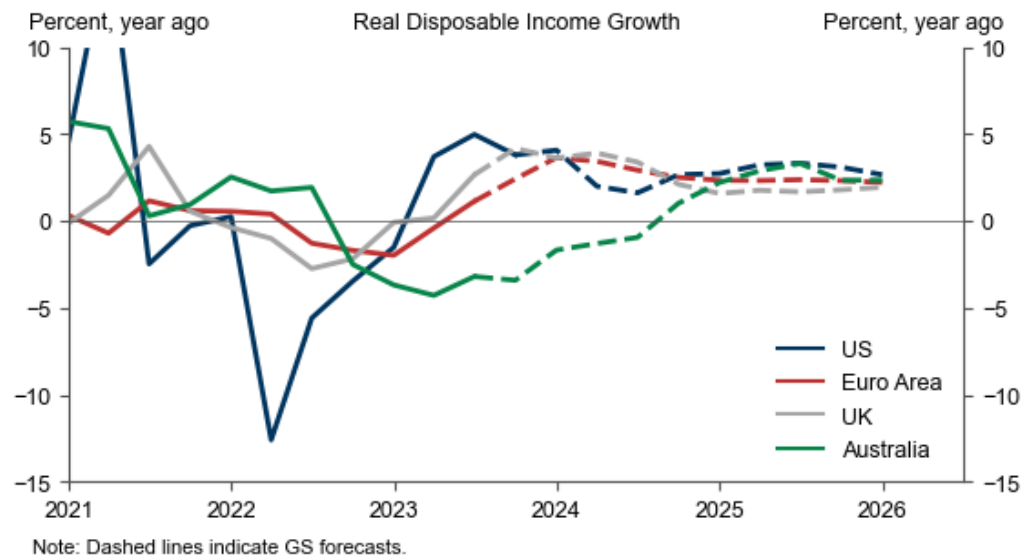
Note: All forecasts calculated on calendar year basis except when otherwise stated. IMF forecasts used for India 2025 consensus when quarters not available in Bloomberg. The global growth aggregates use market FX country weights.

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

当社が成長見通しを楽観視している理由は主に4つある。

第1に、総合インフレ率が大幅に低下し、労働市場が堅調を維持する環境下で、当社は実質可処分所得の伸びに強気の見通しを抱いている。米国の実質所得の伸びは、2023年の4%という異例の高水準から2024年には2.75%に低下すると予想しているが、それでも個人消費とGDPの最低2%の伸びを支えるには十分だろう。これに対し、ユーロ圏と英国では、ロシア発のエネルギーショックの影響が薄れるにつれ、ともに実質所得の伸びが大きく加速して、2024年末には2%前後に達する見通しだ(図表 13参照)。

図表 13: 実質所得の伸びは米国では引き続き堅調、欧州では回復



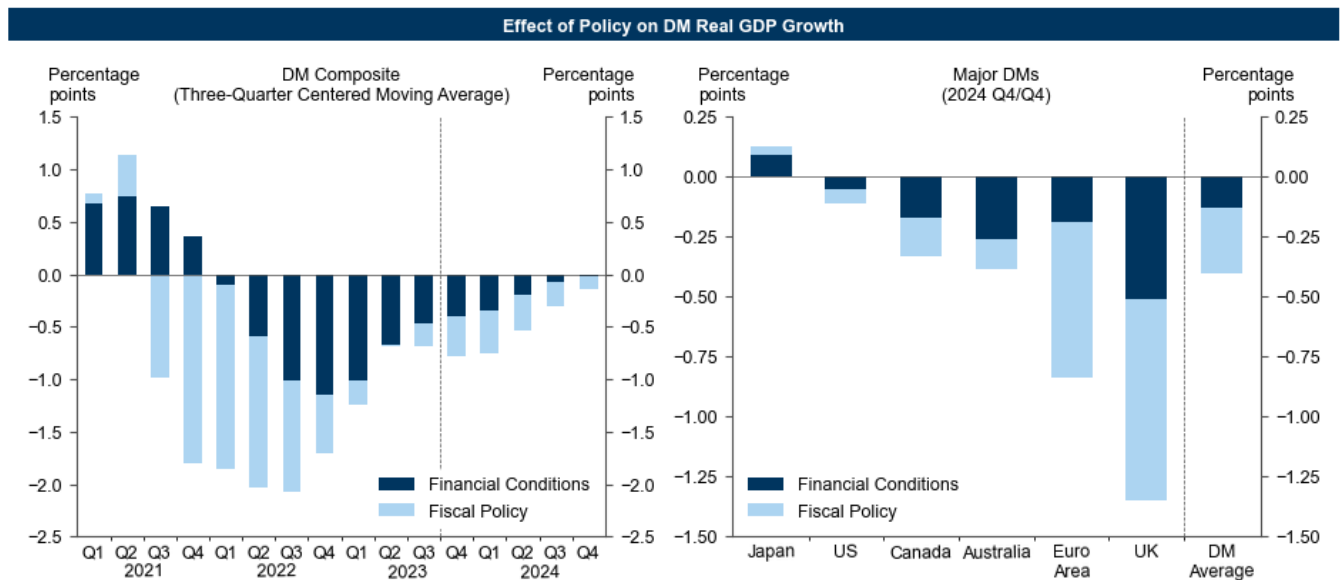
出所: ハーバーアナリティクス, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

第2の理由は、金融・財政政策はG10諸国の成長を下押しする可能性が高いが、マイナス影響のピークは過ぎたことだ。当社がこれまで何度か示してきたように、GDPの(水準ではなく)成長率に対する金融引き締めの最大の影響は、約2四半期というかなり予測可能性の高い短期間の遅れを伴って生じる。そのため、最近の長期金利上昇を考慮しても、

2024年には2023年よりも金融環境からのマイナス影響が縮小すると予想する。

当社の推計では、2024年には財政政策が世界経済の成長率に0.2pp、先進国の成長率にこれをやや上回る0.3ppのマイナス影響をもたらす。米国はマイナス影響が比較的小さいと予想されるが、その理由はパンデミック関連の景気刺激策がすでに終了していることと、大統領選挙の年に財政引き締めが開始される可能性は低いことだ。英国(2024年中の総選挙実施が予想されているが、エネルギー危機対策は終了する見込み)と南欧(エネルギー関連の支援策終了とEU復興基金の投資減少が見込まれる)ではマイナス影響が大きいだろう。しかし、当社の推計によれば、先進国全体の金融・財政政策の成長率へのマイナス影響は財政政策の若干の逆風にもかかわらず縮小する見込みで、マイナス影響は2022年下期にピークをつけたとみられる(図表 14参照)。

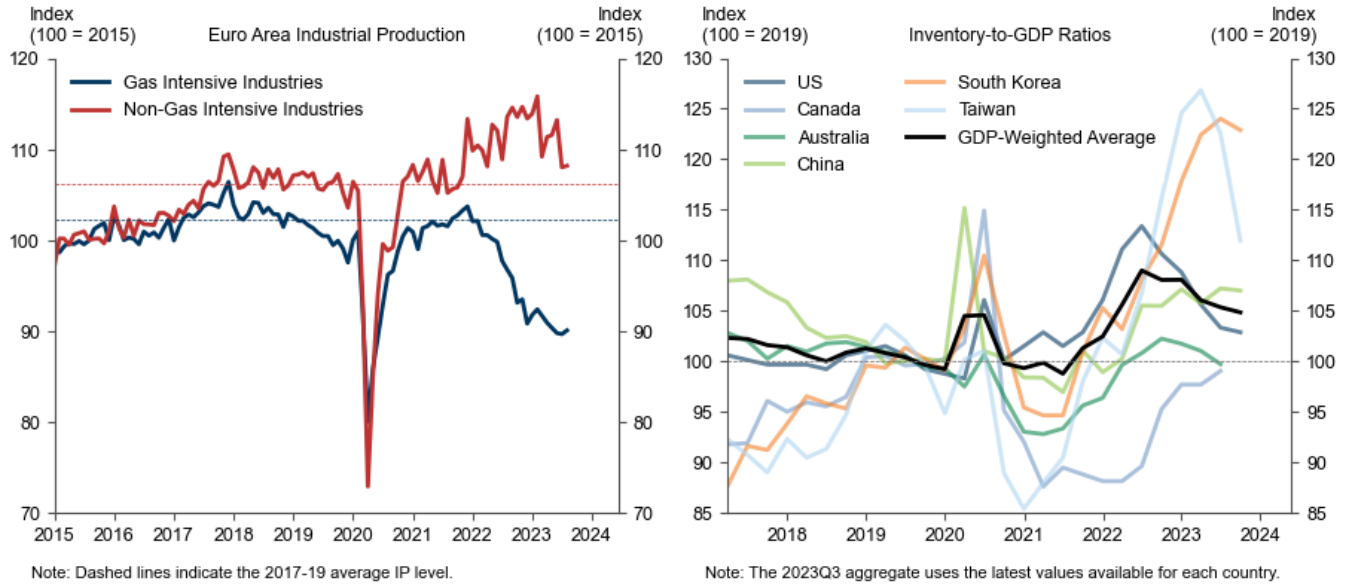
図表 14: 金融・財政政策による成長へのマイナス影響は対処可能な範囲に収まる見込み



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

第3の理由は、製造業の活動が2023年の低調なペースから2024年には幾分回復するとみられることだ。今年の活動低迷は、消費支出の不均衡を緩和する財からサービスへの消費シフト、欧州のエネルギー危機、2022年の過剰積み増しを解消するための在庫調整、予想以上に鈍い中国の製造業回復といった異例の逆風を受けたものだった。2024年には消費パターンの正常化、欧州のガス集約型製造業の生産底入れ、在庫対GDP比率の安定により、これらの逆風の大半は解消し、トレンドを下回っていた製造業の活動がトレンドに向けて回復する見込みだ(図表 15参照)。

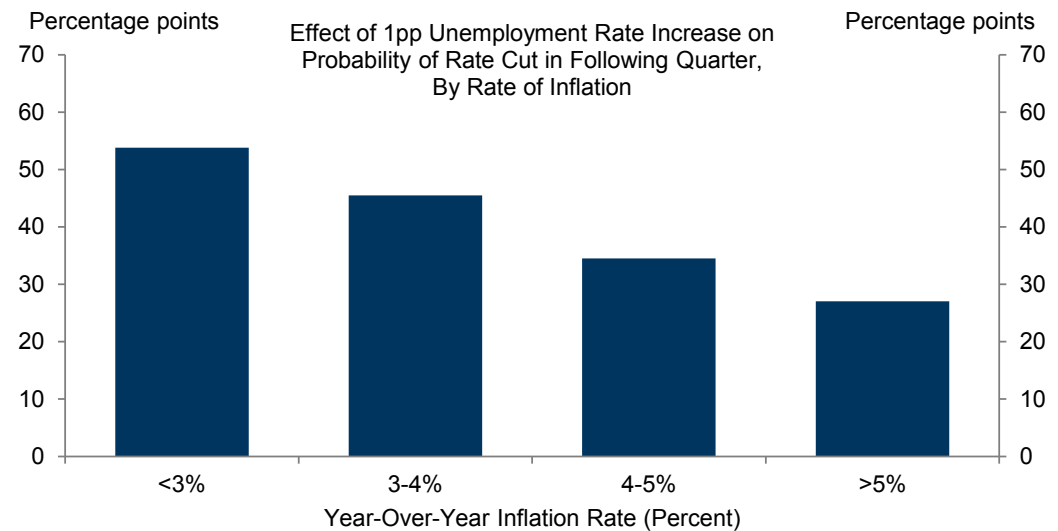
図表 15: ガス集約型の欧州の製造業は底入れに向かい、在庫は徐々に正常な水準に戻りつつある



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

当社が成長を楽観視する最後の最も目新しい理由は、中央銀行はもはやインフレ率を引き下げるための景気後退を必要としないため、景気後退の回避に力を尽くすとみられることだ。ブラジルとポーランドを含む数カ国の利上げ先行新興国は、すでにきわめて制約的な水準からの政策金利引き下げを開始しており、着実なペースで利下げを続ける公算が大きい。先進国では予防的利下げの見込みは比較的小さいが、先進国の中央銀行は成長見通しが著しく悪化した場合には、直ちに利下げに転じるだろう。実際、当社が過去の利上げサイクルを分析したところ、インフレ率が3%を切る水準まで正常化すると、5%を上回っている場合に比べ、主要国中央銀行が成長下振れリスクに利下げで対処する可能性が2倍に高まることが確認された(図表 16参照)。これは景気後退に備える重要な保険的政策だ。

図表 16: インフレが鎮静すれば、中央銀行が保険としての利下げに踏み切る可能性が高まる



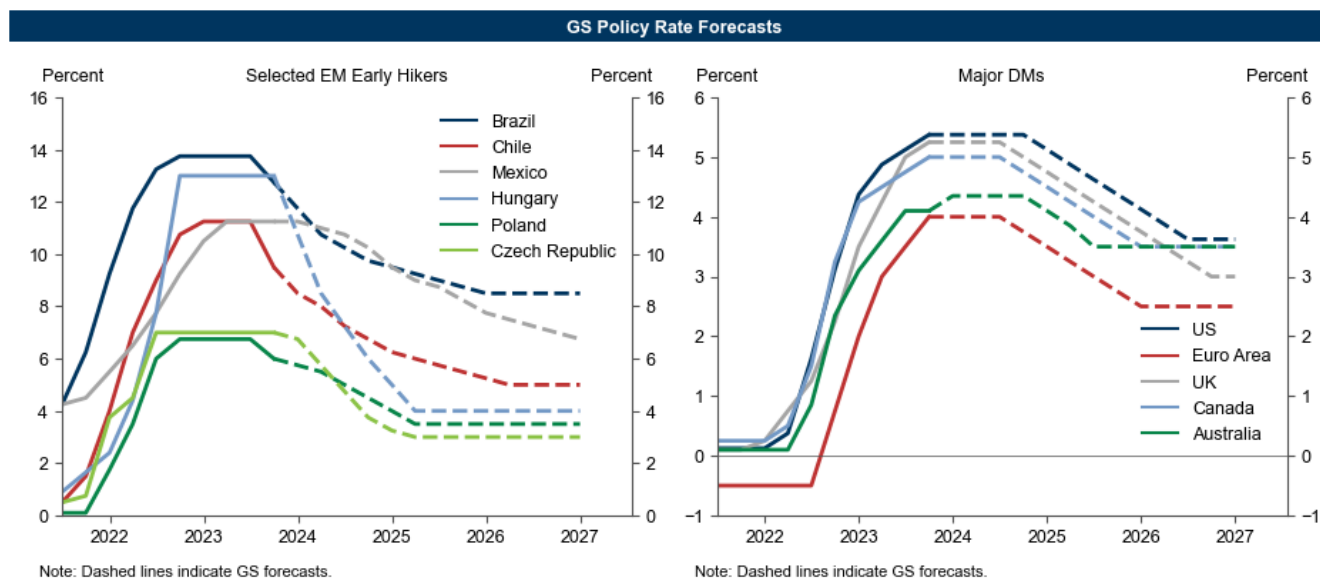
出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

高い政策金利レジーム

2024年には利下げのハードルが低下し、一部の新興国中央銀行はすでに予防的な利下げに踏み切っているが、当社のベースライン予測では、インフレ率は目標をやや上回る水準にとどまり、失業率は長期水準を引き続き下回り、GDPはほぼトレンド並みのペースで成長するとしている。このため、当社は主要先進国の中央銀行(日銀を除く)の利上げ終了を予想しているが、ベースライン予測に照らすと、短期的に利下げに転じる理由はほとんどなく、成長が予想以上に減速しない限り、先進国の利下げ開始は2024年下期以降になるだろう。

先進国中央銀行のうち、欧州中央銀行(ECB)、イングランド銀行(BOE)、カナダ銀行(BOC)は比較的早く、おそらく2024年第3四半期か、場合によってはそれより早く利下げを開始すると予想する。その理由は、ユーロ圏のインフレ推移予想と英国の成長減速見通し、そして中立金利と比較した政策金利の水準を重視するBOCの反応関数にある。これに対し、米国では成長率が他の国を上回ると予想されるため、利下げを迫られる可能性は低く、利下げ開始は2024年第4四半期になるだろう。豪州ではインフレの高止まりから、やはり同第4四半期の利下げ開始となる見通しだ。インフレ率が依然として公式目標をわずかに上回っていることから、各国中央銀行は利下げ開始後も慎重に引き下げを進める可能性が高く、いずれの国でも四半期に25bpの緩やかなペースでの正常化を予想する(図表 17参照)。

図表 17: 利下げ開始は新興国では比較的早く、先進国では比較的遅い見込み



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

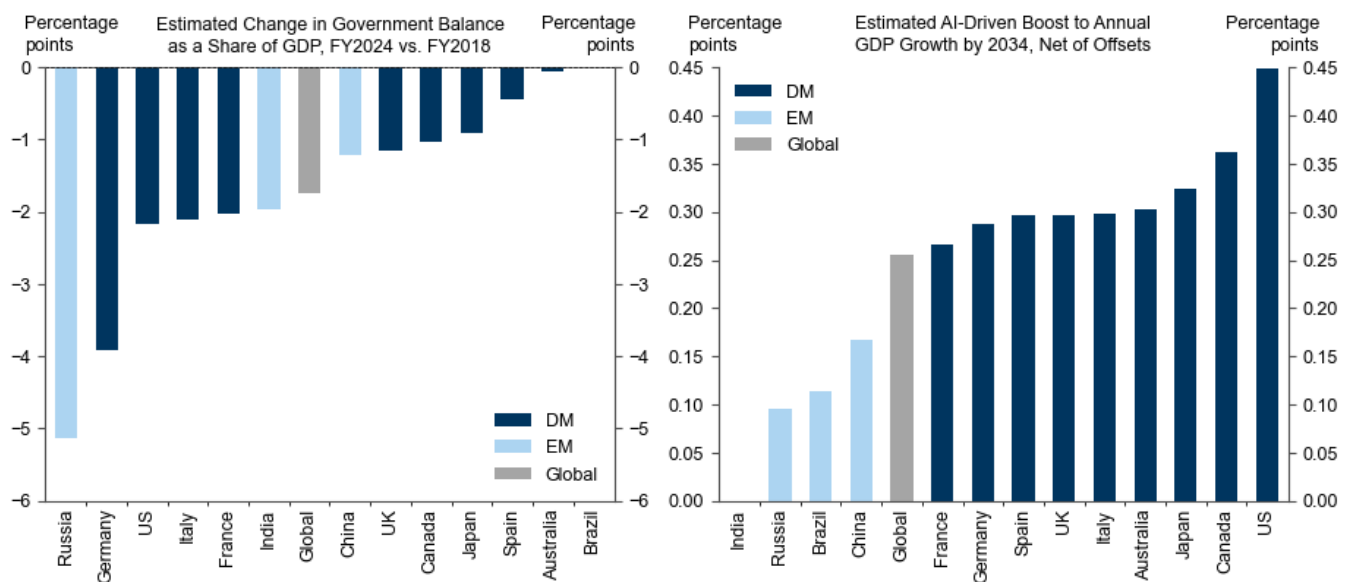
政策金利変更が最終的に終了した時点で、中央銀行は現在予測する長期的に維持可能な水準よりも高い水準に政策金利を据え置くと予想する。当社は主要先進国の長期政策金利予測を50bp引き上げて、米国で3.5~3.75%、ユーロ圏で2.5%、英国で3%、カナダと豪州とともに3.5%とし、その他の国でも予測を同程度引き上げる。

予測を修正する最も重要な理由は、中立金利は確実な特定がなされていない概念であり、適切な政策スタンスの決定には金融環境の変化のほうが有用であるという当社のかねてからの持論にある。労働市場の不均衡が解消し、成長率が潜在成長率に近づき、インフレ率が目標まで正常化すれば、特に中立金利を上回る水準からの引き下げの場合、多くの中央銀行にとって利下げ継続の根拠は弱まるだろう。そして、政策金利が高水準

にあっても経済が底堅さを示すなら、一部の中央銀行は、中立金利の推計値を再検討し、今にしてみると2008年以降のサイクルにおける推計値引き下げは行き過ぎだったと結論づけるかもしれない。

いくつかの経済のファンダメンタルズも、今後の長期中立金利上昇を見込む根拠になる。第1に、世界全体の政府赤字は、追加的な財政引き締めにもかかわらず、高止まりする公算が大きい。第2に、今サイクルの投資拡大も、その目的が「ネットゼロ」への移行推進と生成AIの広範囲での導入のいずれであれ、短期的に均衡金利に上昇圧力をかける可能性がある。第3に、生成AIにより確実視される生産性向上-当社は最近これを理由に長期成長率予測を米国で0.4pp、その他先進国で0.3pp、新興先進国で0.2pp上方修正した-は、特に生成AIの導入が前倒しになった場合、金利に上昇圧力をかける可能性がある(図表 18参照)。

図表 18: 政府赤字の高止まりと生成AIの広範な導入は長期中立金利の上昇を促す見通し



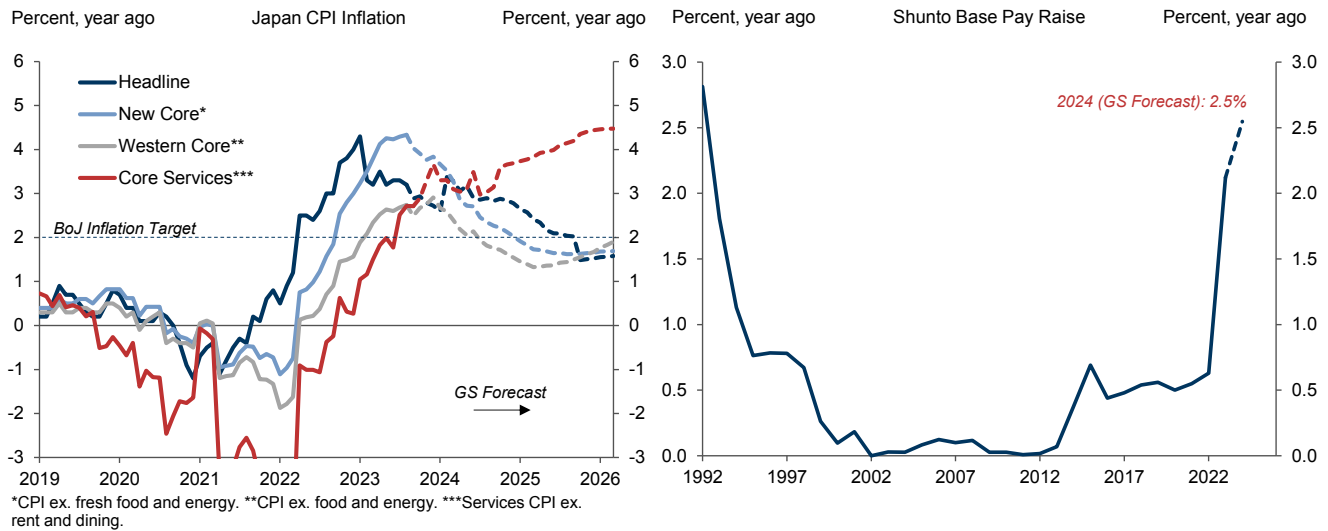
出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

出口に向かう日銀

日本は、インフレ率の上昇が基本的に望ましいものだったという点で他先進国と一線を画している。30年にわたって物価上昇圧力がほぼゼロの状態か、明らかなデフレが続いていたが、2023年の春闘は、賃金と物価の好循環という日銀の目標達成に近づいていることを示唆した。世界のサプライチェーンが正常化しつつあることは、現在どの尺度でみても2%を上回っている日本のインフレ率が今後ある程度鈍化することを意味するが、基調的なサービス価格上昇率は労働市場逼迫の高まりを反映して高水準を維持する可能性が高い（図表 19、左図）。

従って、日銀は2024年4月にイールドカーブ・コントロール解除に向けて動き出す可能性が高く、2024年の春闘の賃上げ率の一段の上昇を確認したうえで、まず、フォワードガイダンスを引き締め方向に変更し、同時に10年金利の「目途」（リファレンス金利）をさらに引き上げると予想される（図表 19、右図）。正式にイールドカーブ・コントロールが解除されるのは2024年10月となる見込みで、賃金と物価の好循環が成立し、インフレ率が目標近辺で推移することがサービス価格インフレ率により確認されてからとなる。それでも、日本のインフレ率は今サイクルの他G10諸国の水準と比べてはるかに低い水準にとどまる見通しであるため、政策金利の上昇は緩やかなペースにとどまると予想する（政策金利は2025年末時点で0.25%になると予想）。

図表 19: 日本のインフレ率は目標値まで鈍化する可能性があるが、日銀は春闘を注視

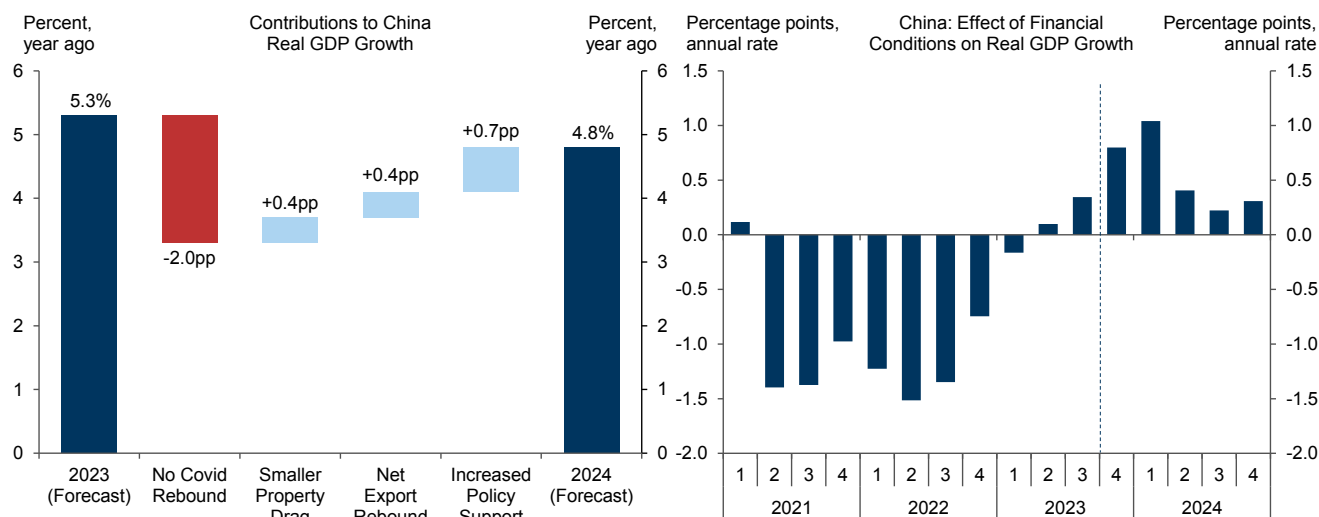


出所：ハーバーアナリティクス，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

中国経済の複数年にわたる減速のペースが一時的に緩む

2023年の中国の経済再開に伴う回復はやや期待外れのものとなり(ただし2023年の成長率は昨秋時点の当社およびコンセンサスの予想を上振れる見込み)、何年も続く不動産不況が2023年も大きな重石となっている。とはいえ、中国の成長率はここ数ヵ月、緩やかに持ち直しており、短期的には一段の景気刺激策の効果も見込まれる。当社は、経済再開による恩恵が過去のものとなる一方、住宅不況による圧迫がやや弱まること、世界貿易の小幅の回復、2024年上半期に前倒しされる可能性が高い一段の緩和策をを踏まえ、中国の2024年のGDP成長率は4.8%に鈍化すると予想する(図表 20)。

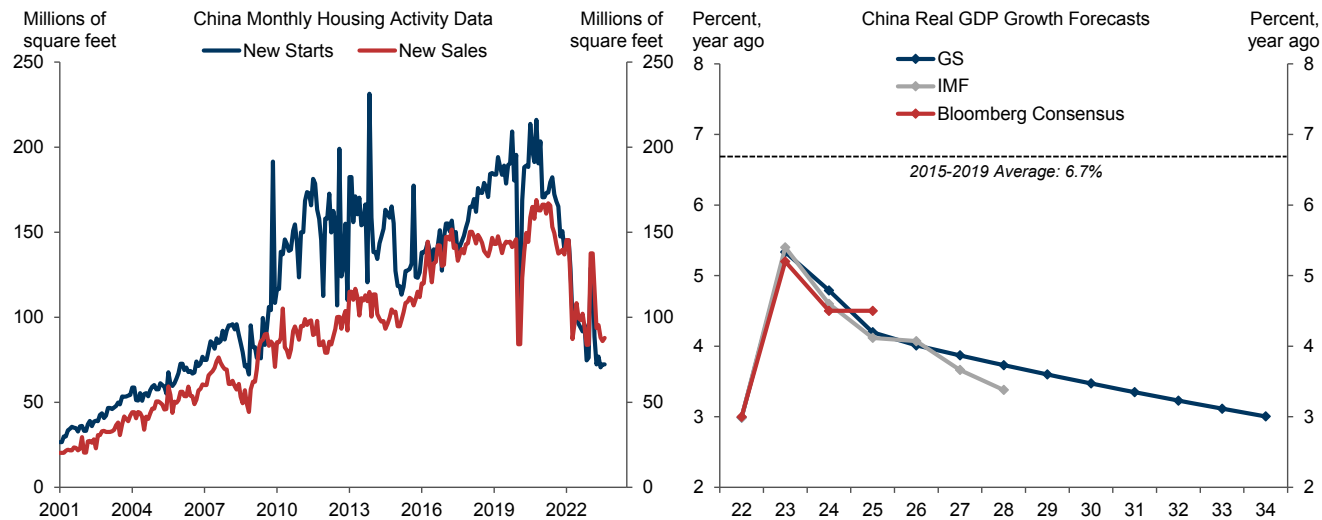
図表 20: 緩和策による景気の押し上げにもかかわらず経済再開効果の一巡により中国の成長率は鈍化へ



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

当社の2024年の成長率予想はコンセンサスをわずかに上回るが、いくつかの理由から、引き続き当社は中国の長期的な成長見通しは厳しいと考える。第1に、不動産不況が続く可能性が高く、その結果生じる悲観論が自己実現的な予想につながるリスクが残る。第2に、人口動態の悪化が続いていることを踏まえると、中国は労働年齢人口が減少し続ける状況下での新たな成長モデルを再考する必要がある。第3に、輸出の循環的な小幅の回復が世界のバリューチェーンの中国から他の競合国への分散化の反転につながるとは考えにくい。当社は、中国ではトレンド成長率の鈍化が続き、10年以内にわずか3%、コロナ前の半分以下の水準まで低下すると予想する(図表 21)。

図表 21: 低迷の続く不動産セクターと中国のトレンド成長率の長期的な低下



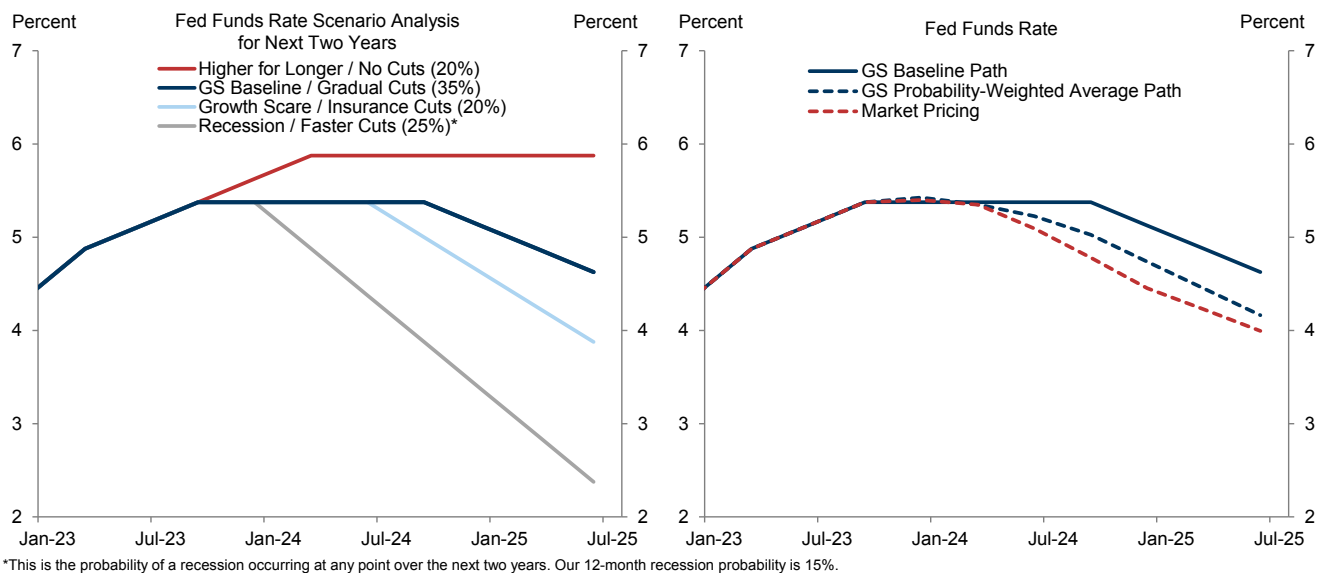
出所: ハーバーアナリティクス, ブルームバーグ, 国際通貨基金, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

不確実性は高止まり

当社の2024年の基本的な見通しは概して楽観的なものだが、データの変動性は依然として高く、引き続き当社は全般的な経済見通しに対するリスクは通常よりも高いと考える。

最も重要な点として、政策金利予想をめぐるリスクは明らかに下方に傾斜していることが挙げられる。インフレ率が上振れた場合、一部の中銀が今後数ヵ月以内に再び利上げに踏み切る可能性も確かにあるが、インフレ動向が確実かつ継続的に改善しているため、中銀が引き締めの領域へと大きく踏み込むリスクは限られている。同時に、目標値近辺へのインフレ率の低下が続くことで、利下げのハードルは低くなる可能性が高く、特に長期的なスパンでは当社の政策金利予想に対するリスクは下方に非対称的に傾斜している。図表 22 に示すように、FRBを例に挙げると、当社の政策金利予想の確率加重平均値は当社の基本予想を大きく下回る。

図表 22: 当社のFF金利予想の確率加重平均値は当社の基本予想値より低い



出所：ゴールドマン・サックス、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

また、当社の成長率予想にもいくつかのダウンサイドリスクが存在する。1つ目のリスクは、世界の製造企業サーベイ結果の下振れが続いていることだ。これにより、特に金利上昇に伴い企業が(対売上高比でみた)在庫水準を2019年より低い水準に正常化させた場合、あるいは依然として高止まりしている財の需要(特に米国)が長期平均へと当社の予想以上に大きく鈍化した場合、当社が予想する製造業景気の改善が遅れる可能性が高まる。

2つ目のダウンサイドリスクは、地政学的懸念に起因する。特に、ホルムズ海峡経由の貿易を妨害する恐れのある中東の戦火が激化した場合、石油およびガス価格が一段と大幅に上昇する可能性があり、これは最終的に世界の成長率を押し下げることになる可能性が高い。

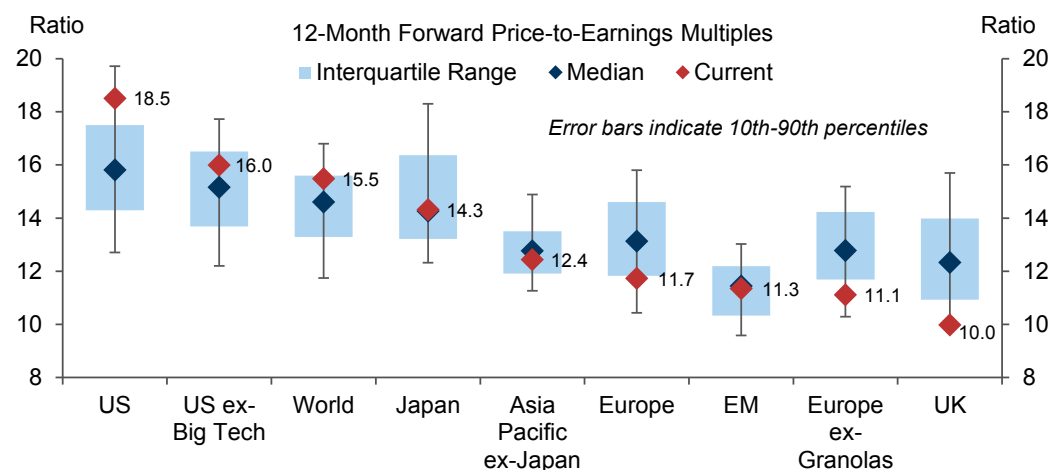
マクロ要因は良好だがバリュエーションは割高

短期的なトレンド成長率とインフレ率の鈍化に関するこうした基本予想は、資産市場にとってマクロ環境は好ましいものとなることを意味するが、様々なリスク、特に金利をめぐるリスクの偏りは、当社の市場見通しに影響を及ぼすことになる。

当社の比較的明るい基本的な経済予測にとっての最大の課題は、多くのリスク資産のバリュエーションが通常の水準に比べて高いことだ。特に、社債、新興国資産、一部の株式市場の「キャリー」あるいは「イールドピックアップ」は、回復期間の大半の水準を大きく下回っている。過去3カ月間にはリスクプレミアムが若干上昇しているものの、4月以降、大半のシクリカル資産の価格もまた当社の基本予想に近い水準へと変化している。従って、当社の経済成長率予想はコンセンサスを大きく上回るが、市場のプライシングとの格差は概して小さくなっていると言える。

社債と新興国の金利については、スプレッドがタイトなため無リスク金利に対するアウトパフォーマンスの可能性は限られることになり、株式については、バリュエーションが制約要因となっていることに関心が集中している。米国株式のバリュエーションは確かに通常より割高であり、ディスカウントがみられるのは利益をめぐるリスクの大きい分野だ。とはいえ、バリュエーション懸念はしばしばみられるよりも限定的なものとなっている。巨大テクノロジー銘柄に関しては、予想成長率が実際に達成されると仮定すれば、バリュエーションに「バブル感」はない。米国のメガキャップ以外では、バリュエーションは過去の水準と比較してそれほど割高な水準にはなく、多くの分野では昨年と比べると改善している。こうしたなか、株式リスクプレミアムは、過去の金利上昇局面にほぼ沿った水準となっている（[図表 23](#)）。

図表 23: テクノロジー株を別にすれば、株式の絶対水準のバリュエーションに特に割高感はない



Note: Interquartile ranges and median are calculated from 2003-2023. GRANOLAS refers to 11 European stocks: GSK, Roche Holding, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP, and Sanofi.

出所: ファクトセット, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

対照的に、国債のバリュエーションは明らかに改善している。これは部分的に実質利回りの大幅な上昇を反映している。しかし、比較的長期のフォワード利回りのプライシングは、当社が予想してきたような景気後退を示唆しない経済成長が持続した場合の影響を受けやすく、最近の下落を受けてこれまでの異例な状況はかなり解消されている。従って、リターン向上の阻害要因は、当社の基本予想の下では実現しないと考えられる利

下げを市場が依然として織り込んでいることにある。米金利のボラティリティは明らかに高すぎ、当社の基本予想の下では今後低下する可能性が高く、スプレッドが高止まりしているモーゲージ担保証券の追い風となろう。

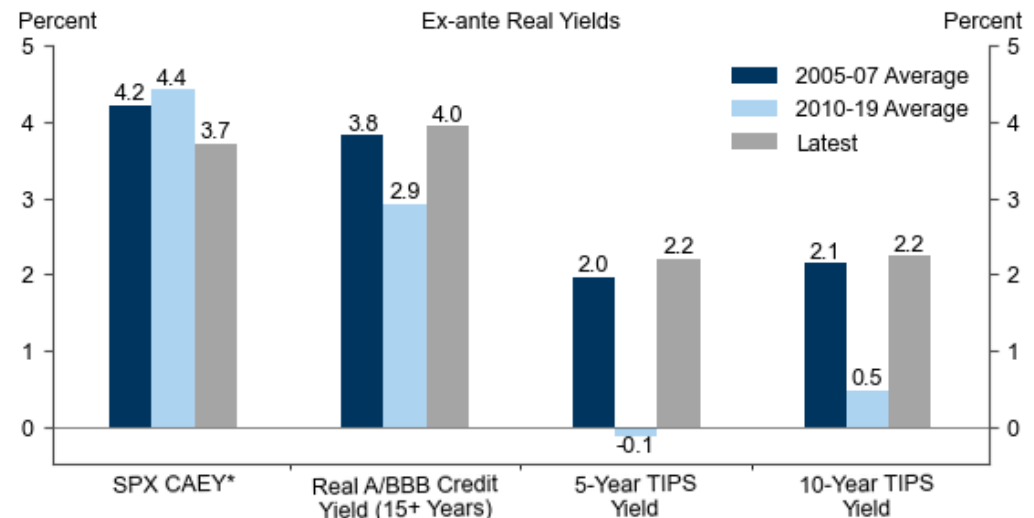
こうしたバリュエーションをめぐる懸念と当社のマクロ経済見通しとのバランスを踏まえ、当社は債券、社債、株式のリターンは過去数年間で初めて1桁台半ばから2桁台前半のプラス水準になると予想する。主要コモディティについては、供給の抑制と着実な需要の伸びを背景に2024年には一段と価格が上昇し、キャリーがさらにリターンを押し上げることになろう。しかし、深刻な供給の混乱が生じるリスクを除けば、石油価格の大幅な上昇はサウジアラビアの供給対応と米国シェールの供給により限定的となる可能性が高い。

「大いなる脱出」後に実質リターンは改善

2024年には、世界経済が低インフレ、ゼロ政策金利、マイナスの実質利回りという世界金融危機後の環境から脱したとの見方が定着することになる。世界金融危機以降、世界的な利回りの低下と低インフレに向けて止めることのできない動きが続いているように感じられることもしばしばあった。「流動性のわな」と「長期的なスタグネーション」がこの10年間の流行語だった。コロナ後の行き過ぎた政策とインフレの再燃は常に悩みの種となってきたが、そうした政策対応により、資産市場は長いトンネルを抜け出すことができた。政策金利は大半の国でプラス圏にあり、イールドカーブ全般に実質利回りは世界金融危機前の水準を回復し、デフレリスクは遠のいていると考えられる。

こうした転換は決して平坦な道のりではなかったが、この「大いなる脱出」のプラス点は、世界金融危機前以降でみて投資環境は最も正常な状態にあり、予想実質リターンはプラス圏で安定しているとみられることだ（図表 24）。昨年、当社は市場見通しの主要テーマとして「利回りの復活」を取り上げた。無リスク金利が名目、実質ともに一段と上昇しており、利回り見通しは2008年以降の大半の期間においては夢物語でしかなかったようなものとなっている。こうした高い利回りを確保すると同時にテールリスクへのエクスポージャー構成が適切なポートフォリオ構築が、当社の投資見通しの柱となる。

図表 24: コア資産の実質「利回り」は2005～2007年の平均値に近い



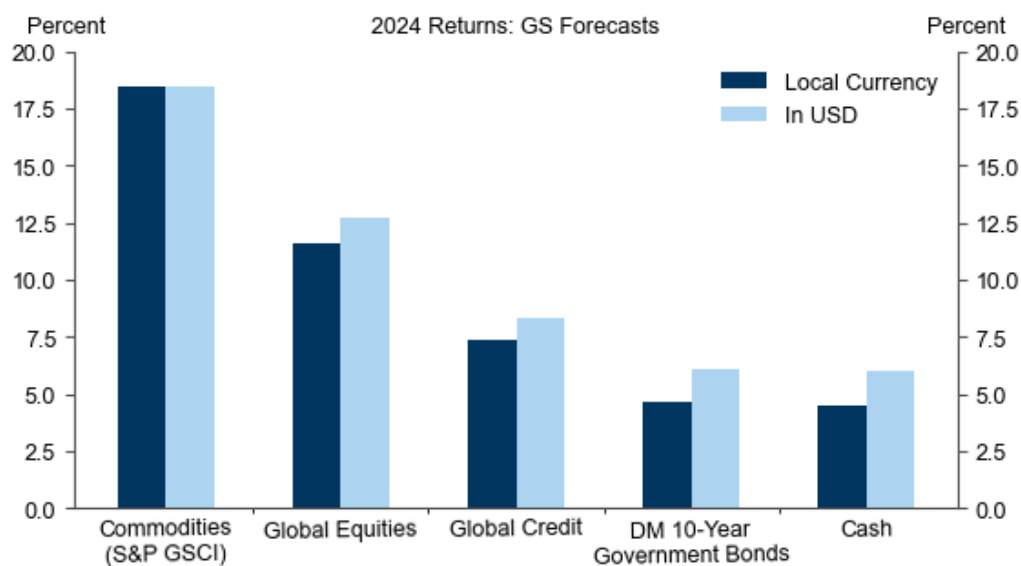
*S&P 500 cyclically-adjusted earnings yield, recentered spot estimate.

出所: Shiller (2000), 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

キャッシュリターンは高止まりしているが、2024年には他の資産クラスが(少なくとも小幅)アウトパフォームすると予想する（図表 25）。市場が当社のソフトランディング予想に疑念を抱いている場合でもリスクをとることに積極的な投資家は、さらにリターンを高めることも可能だろう。個々の資産クラスが少なくとも1つの主要なテールリスクに対するプロテクションを提供することになる：債券は、景気後退リスクが高まれば一段と堅調なパフォーマンスを示すことになる；世界経済の成長加速と地政学的な混乱が生じるリスクは、石油価格の上昇要因となる；株式は、中銀が予想より早く利下げに動けばアウトパフォームする可能性がある。短期ゾーンの利回りは依然として魅力的だが、当社は、こうした状況を踏まえると、2023年にはもっぱら重視されていたキャッシュに替わって、ポートフォリオのデュレーションが重要な意味を持つことも含め、比較

的バランスの取れた資産エクスポージャーが2024年には主流になると考える。景気後退、ひいては利下げの確率を高め想定している投資家の場合、デュレーションを比較的重視し、リスク資産を手控えることがおそらく妥当となろう。

図表 25: 当社は2024年にはキャッシュよりもキャッシュ以外の資産のリターンの方が高くなると予想



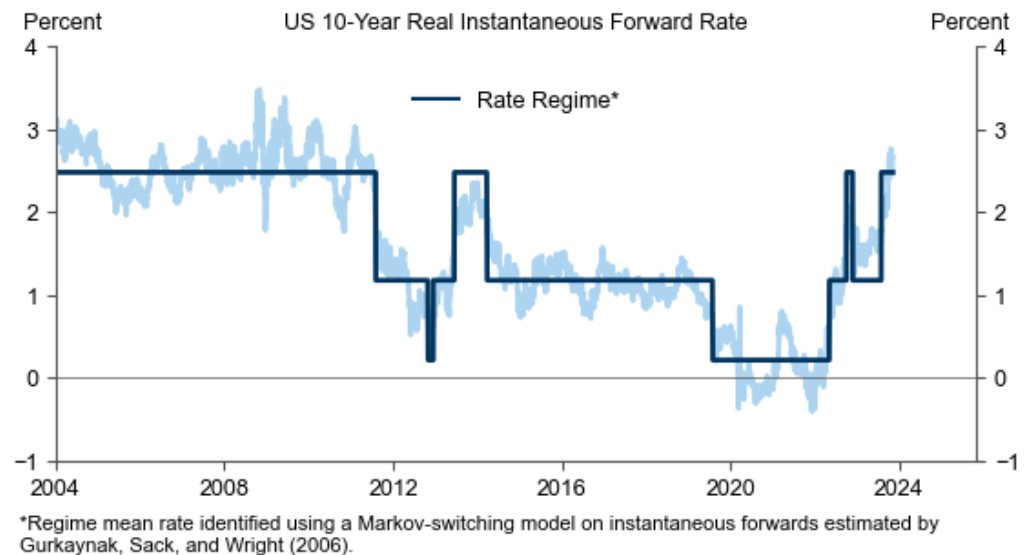
出所：ブルームバーグ、データストリーム、Bloomberg-Barclays、ICE-BAML、iBoxx、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

ポートフォリオのデュレーションに対してこれまでより積極的な見方をとっていることが、当社の見通しの新たな要素と言える。ある意味、これは単に直接利回りの上昇を反映しており、これは投資家にとってより大きな緩衝効果をもたらすことになる。しかし、同時にこうした見方は予想されるリターンのスキューも反映している。リセッションヘッジとしての債券の価値は、中銀が成長率の低下リスクを緩和するために利下げを行うような環境下では上昇することになり、特にインフレ率が一段と低下している場合にはその傾向が強まる。長期の利回りがキャッシュレートを上回れば、デュレーションを積み増すことがまさしく妥当となるため、特に財政の持続性に対する懸念からプレミアムが当社の予想を上回るような場合、市場は実際にそのような状況となる可能性がある。しかし、2024年に向けてポートフォリオにおける比較的長期の債券はすでに一段と重要な役割を持つようになってきていると考えられ、イールドカーブがスティープ化するリスクを踏まえると、比較的年限の短いレバレッジ・ポジションも同様に重要になるとみられる。

金利上昇の克服：米国以外の地域の方が懸念は大きい

重要な疑問は、世界金融危機前の利回り環境への回帰は持続的なものなのか、ということだ。米国については、長期金利は最終的にFRBが前回サイクルで予想したよりも高い水準で安定化すると当社はみている(図表 26)。「より高く、より長く」という利回り環境は、その影響を受けやすい米国の一部の分野にとってリスクとなる一例えば、中小企業にとっての資金アクセスの悪化、中小の銀行による信用供与の圧迫の持続、さらにモーゲージ貸出、住宅市場、商業用不動産市場の低迷などが考えられる。しかし、これにより経済全体の見通しが脅かされることはないだろう。公的債務状況をめぐる懸念も高まっているが、当社は、米国の来年の選挙の結果、財源が確保されていない新たな財政拡大策が導入される可能性が高まらない限り、市場は持ちこたえると考ええる。

図表 26: 米国の実質フォワードレートは世界金融危機前の水準を回復



出所：Gurkaynak, Sack, and Wright (2006), 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
しかし、他の国に比べると米国の方が底堅さを維持すると予想される。日本は、2024年に政策金利の引き上げが終了するのではなく開始される唯一の国となるが、米国と同様、かつての状態を回復する可能性はある。他の国のリスクは大きい。ユーロ圏の成長見通しは2024年には改善すると予想されるが、最近のマクロ環境の低迷は、エネルギー供給ショックによる傷跡効果が想定より大きい可能性、中国の成長鈍化による影響が比較的大きい可能性、あるいは金融環境のタイト化による圧迫が長期化している可能性などを示唆する。イタリアの公的債務の持続性を反映した名目金利の上昇も、世界の金利が高止まりした場合には懸念すべきもう一つの中期的なリスクとなる。

中国については、構造的な逆風と短期的な刺激策との綱引きが続くことには変わりはなく、最近直面している課題から解放されるとは考えにくい。中国の成長見通しに関する悲観論が広がっていることを考えると、成長率が上振れ多場合には中国資産が上昇する可能性もあるが、持続的な回復は、政策のより大きな方向転換次第となる。

中国と日本では、利回りの上昇とドル高の持続が政策のトレードオフをさらに複雑なものにしている。米国の利回りの上昇圧力が長期化すればするほど、日本の政策当局にとっては、より大胆な金融引き締めに踏み切る用意がない限り、円安に歯止めをかけることはますます難しくなる。中国に関しては、米国の利回りが一段と上昇し、ドル高が進行すれば、中国当局にとって元安への抵抗を正当化することが難しくなる。これらの懸

念の多くは市場に織り込み済みとなっているが、米金利がさらに上昇すれば、逼迫感が高まる可能性がある。

結論として、当社は多くの先進国、新興国ともに2024年の景気後退入りは回避できると予想しているが、米国の成長率が他国を上回る可能性はますます高まっていると考える。市場のプライシングはコンセンサス予想よりも楽観的な成長見通しを織り込んでいるとみられるが、当社の米国のGDP成長率予想が欧州や中国に比べてコンセンサス予想を大きく上回っていることがまさに実情を表していると言える。FRBの利上げサイクルの終了と比較的落ち着いた世界の成長率見通しはドルの重石となる傾向にあるとはいえ、広範にわたるインフレ率の低下予想も加味すると、こうした状況下では大幅なドル安となる可能性は2023年と同様、低下することになる。他主要国の経済成長が予想を大幅に上回らない限り、ドル安傾向が続くと考えることは難しく、従って当社は継続的なドル高の方向にリスクは傾斜しているとみている。

金利上昇と現下の地政学的リスクによる経済成長の圧迫以外では、よりバランスの取れた資産配分への移行が時期尚早となる恐れがある最大の理由は、自明だ：成長率の回復、根強いインフレ、財政状態の悪化が持続的な利回りの上昇圧力とバリュエーションの低下圧力をもたらすというシナリオが現実となることだ。当社は、少なくともインフレ率が十分に低下して懸念が払しょくされるまでは、こうした懸念が短期的な見通しの一つの特徴的な要素になると考える。



Appendix

GS Market Forecasts: Positive Returns on Equities, Credit, and Bonds; USD Stays Strong

	Current Level	GS Forecasts			Forward pricing			Upside vs. forward pricing		
		3m	6m	12m	3m	6m	12m	3m	6m	12m
Equities										
S&P 500	4378	4500	4500	4700	4426	4472	4564	2%	1%	3%
STOXX Europe 600	443	450	460	480	446	444	447	1%	4%	7%
Topix	2333	2500	2600	2650	2329	2304	2281	7%	13%	16%
MSCI AC Asia-Pac ex Japan	494	515	525	550	499	503	507	3%	4%	8%
MSCI EM	961			1050	969	976	989			6%
10 Year Government Bond Yields										
US	4.57%	4.75%	4.71%	4.58%	4.58%	4.57%	4.57%	17 bps	14 bps	1 bps
Germany	2.66%	2.69%	2.56%	2.31%	2.65%	2.64%	2.63%	4 bps	-8 bps	-32 bps
Japan	0.88%	1.06%	1.19%	1.30%	0.95%	1.00%	1.10%	11 bps	19 bps	20 bps
UK	4.27%	4.32%	4.18%	4.06%	4.29%	4.27%	4.30%	3 bps	-9 bps	-24 bps
2 Year Government Bond Yields										
US	4.92%	5.00%	4.96%	4.72%	4.74%	4.58%	4.35%	26 bps	38 bps	37 bps
Germany	2.98%	3.06%	2.94%	2.55%	2.80%	2.60%	2.29%	26 bps	34 bps	26 bps
Japan	0.13%	0.10%	0.12%	0.22%	0.19%	0.24%	0.32%	-9 bps	-12 bps	-10 bps
UK	4.63%	4.62%	4.38%	3.90%	4.42%	4.23%	4.12%	20 bps	14 bps	-22 bps
Corporate Bond Spreads (bps, upside vs. spot)										
Bloomberg Barclays US IG	125	120	118	115				-5	-7	-10
Bloomberg Barclays US HY	398	383	378	370				-15	-20	-28
iBoxx EUR IG	169	165	162	159				-4	-7	-10
BAML EUR HY	461	458	454	450				-3	-7	-11
JP Morgan EMBI Div.	430			410						-20
Commodities										
WTI Crude Oil (\$/bbl)	77.4	84.0	88.0	89.0	76.8	76.0	73.8	9%	16%	21%
Brent Crude Oil (\$/bbl)	81.6	88.0	92.0	93.0	81.0	80.1	78.1	9%	15%	19%
LME Copper (\$/mt)	8,112	8,400	8,850	10,000	8,189	8,258	8,391	3%	7%	19%
Iron Ore 62% Fe (\$/mt)	125	130	120		120	115		8%	4%	
COMEX Gold (\$/troy)	1,974	2,050	2,050	2,050	1,987	2,017	2,071	3%	2%	-1%
TTF Natural Gas (EUR/MWh)	46.6	45	44	54	48.0	46.3	50.4	-6%	-5%	7%
FX (upside vs. USD)										
EUR/USD	1.07	1.04	1.06	1.10	1.07	1.08	1.09	-3%	-2%	1%
USD/JPY	150	155	155	150	148	146	142	-4%	-6%	-5%
GBP/USD	1.23	1.18	1.20	1.25	1.23	1.23	1.23	-4%	-3%	1%
AUD/USD	0.64	0.62	0.64	0.66	0.65	0.65	0.65	-4%	-1%	2%
USD/CHF	0.90	0.92	0.90	0.85	0.89	0.88	0.87	-3%	-2%	1%
USD/MXN	17.5	17.0	17.0	17.3	17.7	18.0	18.6	4%	6%	8%
USD/BRL	4.87	4.80	4.70	4.60	4.92	4.96	5.06	2%	6%	10%
USD/INR	83.2	84.0	83.0	82.0	83.5	83.9	84.6	-1%	1%	3%
USD/CNY	7.26	7.30	7.30	7.15	7.18	7.17	7.09	-2%	-2%	-1%

出所：ブルームバーグ、データストリーム、Bloomberg-Barclays、ICE-BAML、iBoxx、ゴールドマン・サックス、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、ドミニク・ウィルソン、ジョセフ・ブリッグス、Vickie Chang、デヴェシュ・コドナニ、ジョヴァンニ・ピエールドメニコは、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を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・オーストラリアにおけるグローバル・インベストメント・リサーチの社員が、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アサ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に關係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**：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・インクと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。証券市場への投資は市場リスクを伴います。投資の際には関連する全ての文書を注意深くお読みください。SEBI登録、及びNISM資格は、投資家に対して取引仲介者のパフォーマンスあるいは投資リターンを保証するものではありません。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・リミテッド投資家相談担当E-mail: india-client-support@gs.com、コンプライアンス・オフィサー Anil Rajput 電話番号 + 91 22 6616 9000 Email: anil.m.rajput@gs.com。**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 (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・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、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、アイルランド共和国；フランスでは、フランス健全性監督統括処理機構(「ACPR」)が認可され、ACPRとフランス金融市場庁(「AMF」)が監督することになるGSI - 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ス規制の対象となり、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・インベストメント・リサーチ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.theocm.com/about/publications/character-risks.jsp>および<https://www.fiadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures/1/fia-uniform-futures-and-options-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・インベストメント・リサーチが提供する異なるレベルのサービス：グローバル・インベストメント・リサーチ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のではなく、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。

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のではなく、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、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

© 2023 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。