

グローバル経済アナリスト

2023年のグローバル・マクロ経済見通し：これまでとは異なるサイクル

- 2022年の世界経済は、経済再開による景気押し上げ効果の減退、財政・金融引き締め、中国のコロナ制限措置、不動産市場の低迷、そしてロシア・ウクライナ戦争の影響で成長が鈍化した。当社は米国の底堅さと対照的に欧州が景気後退に陥り、中国でも経済再開がスムーズには進まないとみて、2023年の世界GDP成長率をわずかに1.8%と予想する。
- 米国は、コアPCEインフレ率が足元の5%から2023年末に3%へと低下する一方で失業率は0.5%ポイントの上昇にとどまり、辛うじて景気後退入りを回避するとみられる。実質所得の伸びが加速する中で成長を潜在水準以下に維持するため、当社は新たにFRBがFF金利をピーク水準の5-5.25%までさらに125bpの利上げを行うと予想する。2023年中の利下げは見込んでいない。
- コアインフレ率がこれほど大幅に低下するにもかかわらず、失業率が小幅にしか上昇しないのはなぜだろうか？その理由は、今回のサイクルが過去の高インフレ局面と異なるためと思われる。第1に、パンデミック後の労働市場の過熱は過剰雇用ではなく、かつてないほどの求人数という形で表れた。これは反転するのにさほど痛みは伴わない。第2に、サプライチェーン問題と賃貸住宅市場の正常化によるディスインフレ的な影響がまだしばらく続くとみられる。そして第3に、長期インフレ期待は依然として十分に抑制されている。
- ユーロ圏と英国は、主に光熱費の高騰による実質所得への打撃のためにおそらく景気後退入りする。だが欧州はすでに経済活動の崩壊を引き起こすことなくロシア産ガスの輸入削減を進めているほか、米国の景気後退回避を可能にしているのと同じパンデミック後の改善による恩恵を受ける公算が大きいとみられる。比較的浅いリセッションにとどまるとみられる。深刻な不況のリスク後退と長引くインフレの見通しを踏まえ、当社はいまやECBが5月まで利上げを行い、ピーク金利は3%に達すると予想している。
- 中国は4月の経済再開によって当初はコロナ感染者数が増加し、強い警戒感が続くとみられるため、2023年前半は緩やかな成長となる見込みだが、年後半には経済再開の景気押し上げ効果によって成長が急加速すると考えられる。ただ、長期的には不動産市場の低迷持続と潜在成長率の低下(人口動態と生産性両方の脆弱性を反映)のために、中国に対する慎重な見解を維持する。
- 中東欧と中南米では複数の中銀が先進国に先立ち利上げを開始した。まだソフトランディングは見られないが、経済活動は底堅くインフレはブラジル等いくつかの国で低下しつつある。中東欧諸国はコモディティへのエクスポージャーと高インフレ、現行の金融引き締めのため、より厳しい状況に直面している。

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・ゼストコフ

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

Devesh Kodnani

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

2023年のグローバル・マクロ経済見通し：これまでとは異なるサイクル

2022年の世界経済は、経済再開による景気押し上げ効果の減退、財政・金融引き締め、中国のコロナ制限措置、不動産市場の低迷、そしてロシア・ウクライナ戦争を引き金とするエネルギー供給ショックの影響で成長が大幅に鈍化した。当社は2023年も世界経済がトレンドを下回る1.8%のペースで成長を続けると予想しており、欧州が景気後退に陥るとともに、中国でも経済再開がスムーズには進まない一方で、米国やブラジルをはじめ早期に利上げを開始した一部新興国は底堅さを示す重要な一角になるとみている。

図表 1: 2023年は緩やかな成長を予想するものの、米国ではコンセンサス予想以上の成長を見込む

| Real GDP Growth Percent Change yoy | 2022 | | Annual Average | | | | Q4/Q4 | Next 4 Quarters | |
|---------------------------------------|------------|------------|----------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|-----------------|
| | | | 2023 | | 2024 | | 2023 | 2022Q4-2023Q3 | |
| | GS | Consensus | GS | Consensus | GS | Consensus | GS | GS | Potential GS |
| US | 1.9 | 1.8 | 1.0 | 0.4 | 1.6 | 1.4 | 1.1 | 0.9 | 1.8 |
| Euro Area | 3.3 | 3.1 | -0.1 | -0.1 | 1.4 | 1.5 | 0.0 | -0.5 | 1.1 |
| Germany | 1.8 | 1.6 | -0.6 | -0.7 | 1.4 | 1.3 | -0.3 | -0.9 | 1.3 |
| France | 2.5 | 2.5 | 0.1 | 0.4 | 1.3 | 1.3 | 0.3 | -0.1 | 1.1 |
| Italy | 3.8 | 3.5 | -0.1 | -0.1 | 1.3 | 1.2 | -0.1 | -0.7 | 0.8 |
| Spain | 4.6 | 4.5 | 0.6 | 1.0 | 2.1 | 2.0 | 0.6 | 0.2 | 1.3 |
| Japan | 1.5 | 1.6 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.1 | 1.1 | 1.5 | 0.8 |
| UK | 4.4 | 4.2 | -1.2 | -0.5 | 0.9 | 1.1 | -0.8 | -1.6 | 1.4 |
| Canada | 3.2 | 3.3 | 0.9 | 0.6 | 1.4 | 1.7 | 0.8 | 0.7 | 1.6 |
| China | 3.0 | 3.3 | 4.5 | 4.8 | 5.3 | 4.9 | 5.5 | 4.2 | 4.2 |
| India | 6.9 | 7.1 | 5.9 | 5.8 | 6.5 | 6.6 | 7.5 | 7.2 | 6.0 |
| Brazil | 2.9 | 2.7 | 1.2 | 0.8 | 2.2 | 1.9 | 1.6 | 1.0 | 1.9 |
| Russia | -3.3 | -4.0 | -1.3 | -3.2 | 1.8 | 1.5 | 0.9 | 0.9 | 1.2 |
| World | 2.9 | 2.9 | 1.8 | 1.8 | 2.8 | 2.6 | 2.4 | 1.8 | 2.6 |

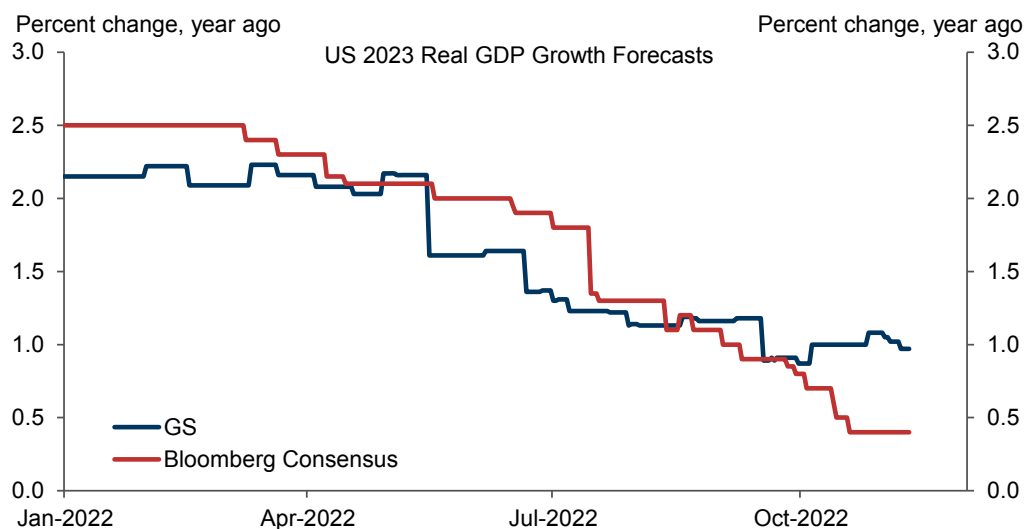
Note: All forecasts calculated on calendar year basis. 2022-2024 are GS forecasts. Potential growth is the median of GS estimates for 2023-25 for the US, Japan and Canada, our long-run estimate for the European economies and 2023 for EM economies. IMF forecasts used for India 2023 and 2024 consensus 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

米国は景気後退を回避する見込み

米国の成長率はこの1年に、経済再開による景気押し上げ効果の減退、実質可処分所得の減少(財政正常化と高インフレの影響)、そして積極的な金融引き締めのおりを受け、潜在成長率を下回る約1%に鈍化した。当社予想では、2023年も成長がほぼこのペースにとどまると想定している。金融引き締めに加えて、財政引き締めの悪影響も見越して2022年、2023年ともにコンセンサス予想を下回る成長を見込んだ1年前と異なり、当社の現行の2023年予想はコンセンサス予想を大幅に上回っている(図表2)。

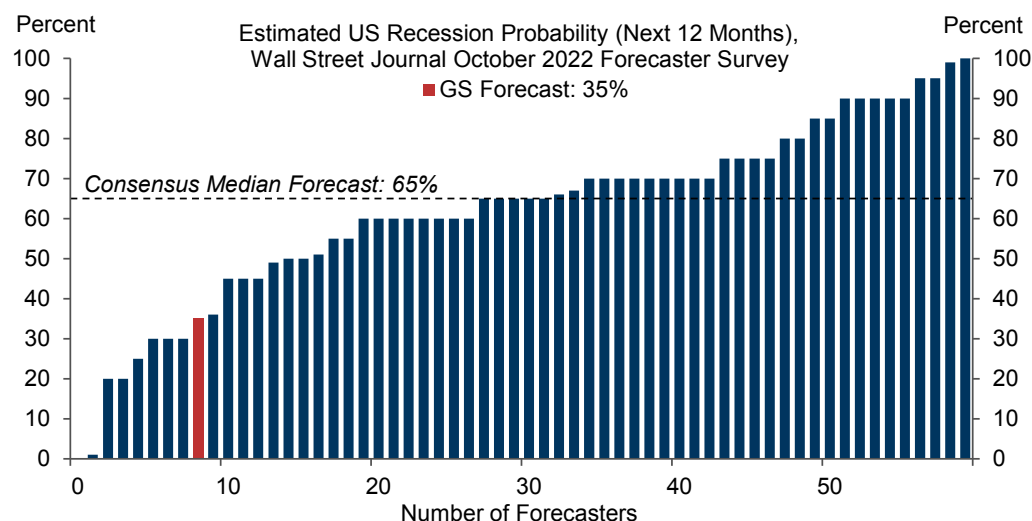
図表 2: 当社の2023年米国成長率予想はコンセンサス予想を大幅に上回る



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

当社予想とコンセンサス予想の相違は、景気後退入りの確率に注目するとさらに顕著だ。図表3から見て取れるように、当社は米国経済が向こう12カ月に景気後退に陥る確率を35%とみており、ウォール・ストリート・ジャーナルが予測専門機関を対象に行った直近の調査に基づく中央値の65%を大幅に下回るうえ、予測レンジ内でも下位付近に位置する。

図表 3: 当社は大半の予測専門家が考えるより米国経済が向こう12ヶ月に景気後退入りする確率は低いとみている

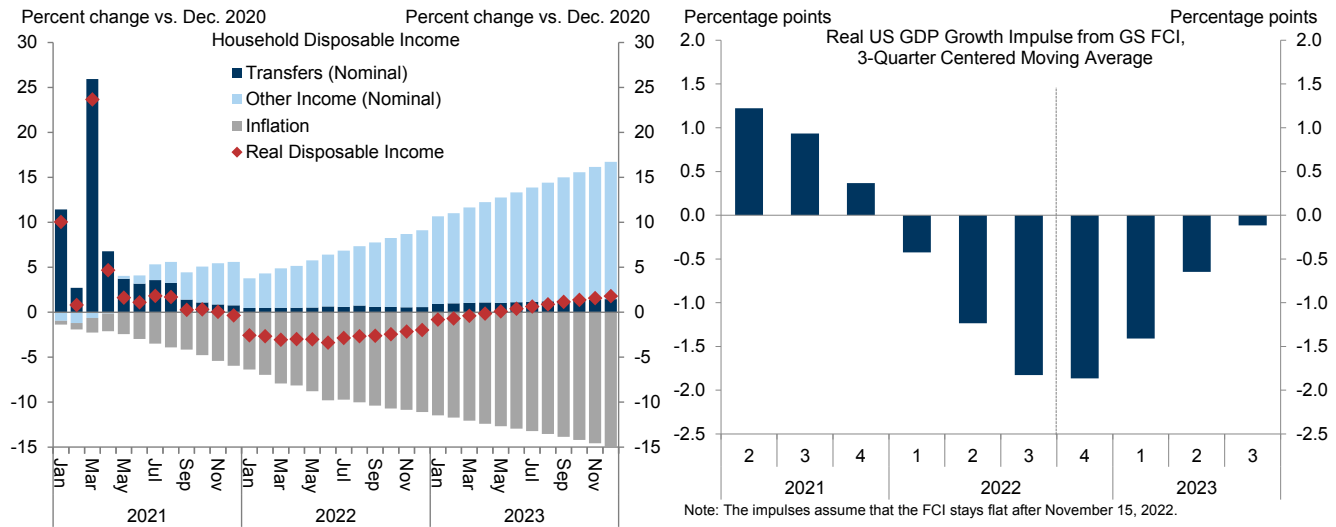


出所: The Wall Street Journal, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

当社の付与する景気後退確率が任意の12ヶ月間に景気後退入りする無条件確率の2倍以上に上る一方で、依然として明らかに50%を割り込んでいるのはなぜか？直接的な理由の1つは、このところ発表されている経済活動データが景気後退を表す水準から程遠いということだ。GDP速報値は3Qに(年率)2.6%の成長を示したほか、10月の非農業部門雇員数は26.1万人増加し、11月5日の週の新規失業保険申請件数は22.5万件となった。

よりファンダメンタル的な観点からみると、今後数四半期にプラス成長を見込む強い根拠がある。確かに、金融環境のタイト化は成長を強く圧迫しており、現時点でその規模は2%ポイント近くに上っている。だが、実質可処分所得は財政引き締めとインフレ高騰が響いた上期の大幅減少から持ち直しつつあり、来年は3%強のペースで増加するとみられる(図表4)。リスクは上下両方向に存在するが、金利市場が現在織り込んでいる以上に積極的な引き締めをFRBが行わないとの想定の下では金融環境による重しが軽減する見込みのため、実質所得の回復は2023年を通してより大きな要因になると思われる。

図表 4: 実質所得の回復による景気押し上げ効果 vs. 金融環境による景気押し下げ効果

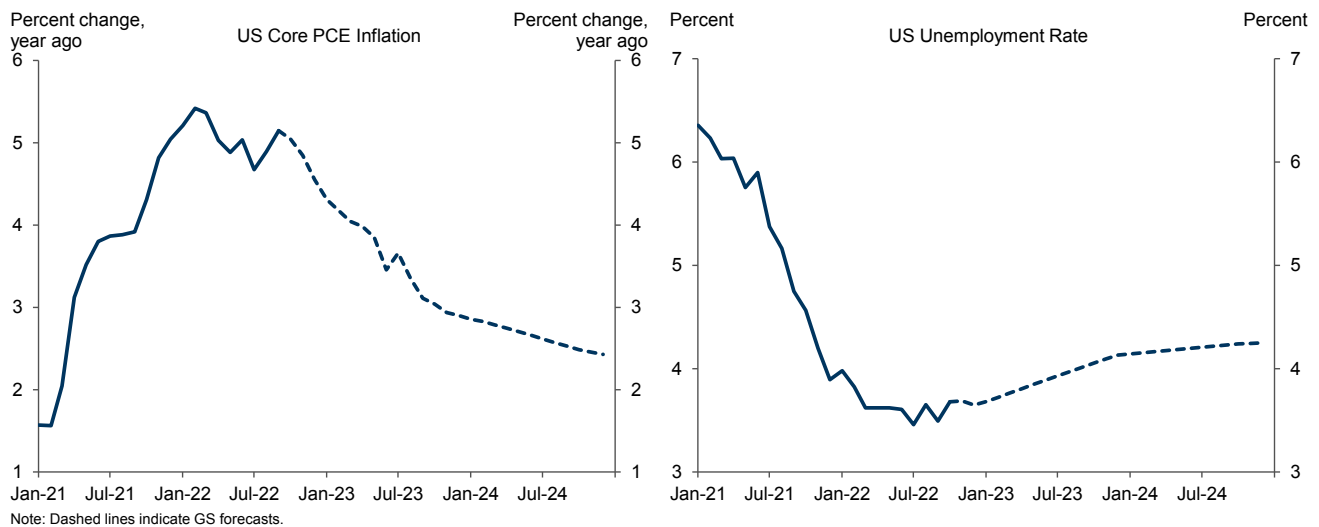


出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

だが最もファンダメンタル的な疑問はこれだ: FRBは来年どのようにして失業率の上昇をわずか0.5%ポイントに抑えつつ、インフレ率を2%ポイント低下させられるのだろうか(図表5)? これは、はるかに大幅な失業率の上昇につながった過去の高インフレ局面—特に1970年代—の経験に反するのではないだろうか?

今回のサイクルは過去の高インフレ局面と異なるというのが当社の答えだ。

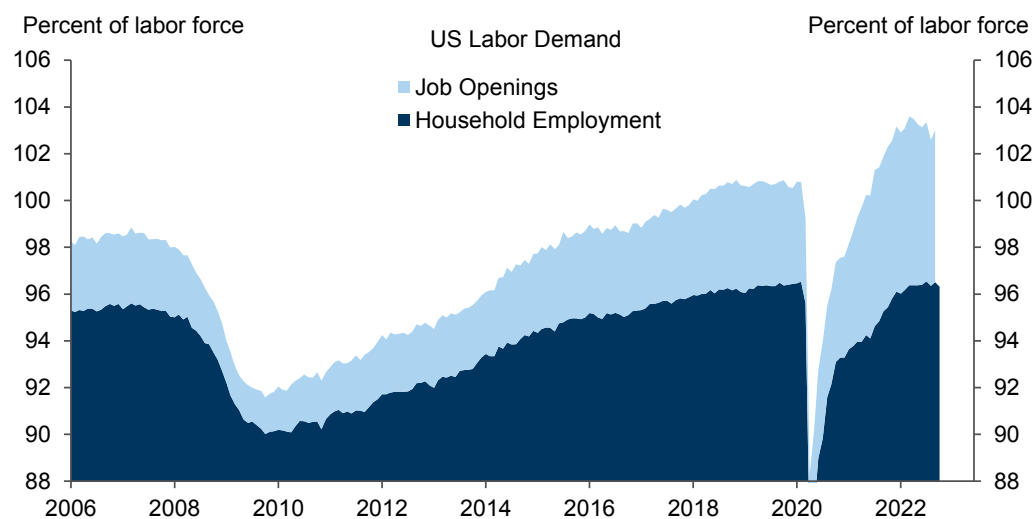
図表 5: コアPCEインフレ率が2023年末までに2%ポイント低下する一方で、失業率は0.5%ポイントの上昇にとどまると予想



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

今回のサイクルがこれまでと異なると思う理由の1つ目は、パンデミック後の労働市場の過熱が過剰雇用ではなく、かつてないほどの求人数として表れたことだ。図表6で示したように、求人数は企業がコロナ懸念と極めて寛大な失業手当が続く中で史上最も力強い経済回復に後れを取らないよう人材確保に取り組んだことで、2020-2021年に急増した。ところが、労働力に占める雇用者数の割合は、パンデミック前の水準を上回るのでなく、これに並ぶ程度まで上昇したに過ぎなかった(労働年齢人口に対する雇用者数は依然としてパンデミック前の水準を下回っている)。

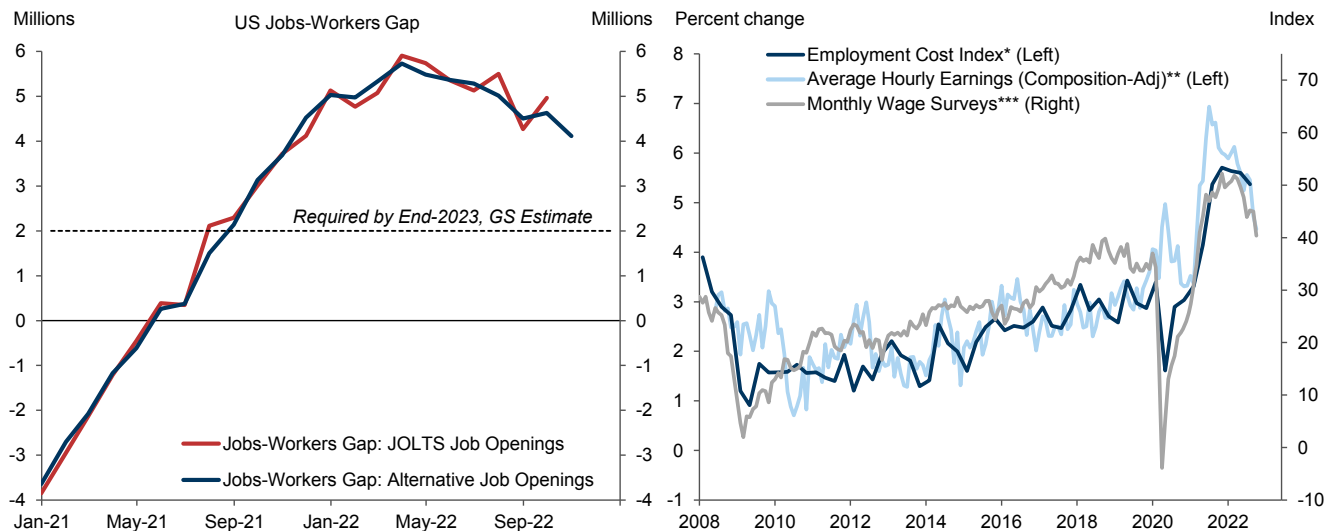
図表 6: パンデミック後の労働市場の過熱は過剰雇用ではなくかつてないほどの求人数として表れた



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

ところが目下、環境は様変わりしている。需要が鈍化しており、パンデミックは収束したほか、失業手当は正常化し、過剰貯蓄は解消されつつある。したがって、求人数だけでなく、労働需要から労働供給を差し引いた職務数と労働者数のギャップも急速に縮小しているのは驚くに値しない。LinkupとIndeedがまとめるタイムリーな求人指標に基づき、当社はこの職務数と労働者数のギャップがピークの約600万人から現在では400万人強に減少していると推計する(図表7、左表)。これは、インフレ目標と統合的な水準へと賃金伸び率を抑制するのに必要な200万人まで減らす道のりのほぼ半分だ。職務数と労働者数のギャップが縮小したことも奏功し、構成調整後の平均時給や当社の月次賃金調査総合指標など名目賃金伸び率を表すタイムリーな指標は、4.5%の賃金伸び率に相当する水準へと低下している(図表7、右表)。

図表 7: 過剰労働需要を表す当社の職務数・労働者数ギャップは縮小傾向にある；名目賃金伸び率は鈍化

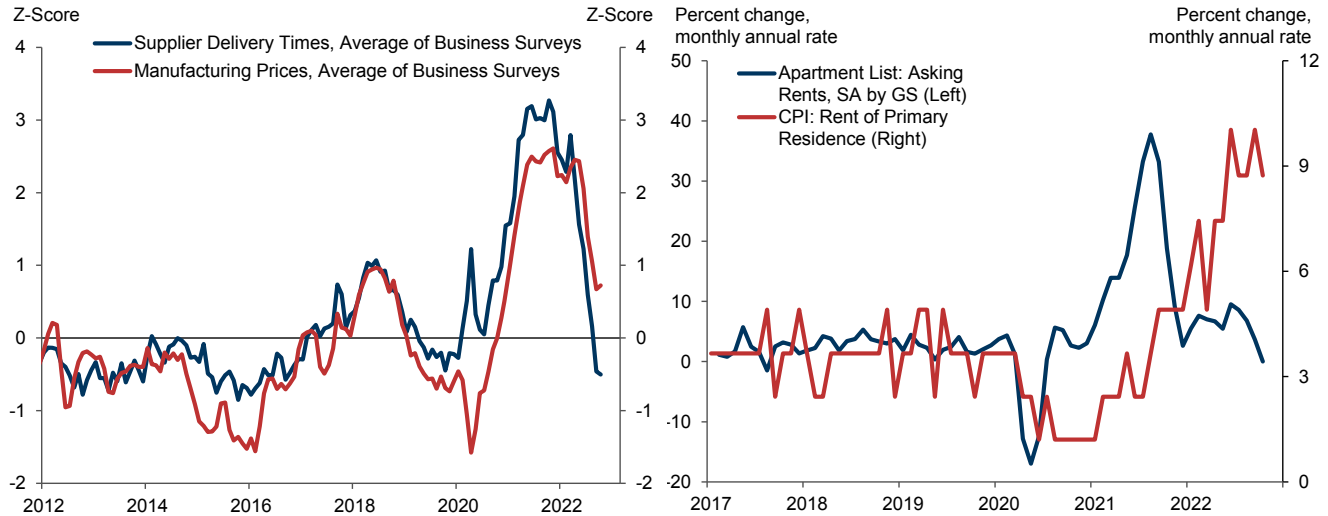


*ECI wages and salaries private sector ex incentives (SA by Haver), qoq annual rate. **6m annual rate. ***Average of Dallas Fed manufacturing, Dallas Fed services, Richmond Fed manufacturing, Richmond Fed services, NY Fed services (SA by GS), Kansas Fed services, and NFIB. Where available, we average current and expected wage changes for each survey. Values before the introduction of the more recent surveys are backcasted statistically.

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

今回のサイクルがこれまでと異なると思う理由の2つ目は、サプライチェーンと賃貸住宅市場の最近の正常化が、1970年代をはじめとする過去の高インフレ局面には見られなかったデスインフレをもたらしているうえ、まだ公式指標に表れ始めたばかりであるということだ(図表8)。財価格に関しては、財からサービス支出へのシフト、サプライチェーンの修復、在庫水準の回復がコア財価格に下方圧力をかけるはずである。一方、サービス価格に関しては、新規契約の家賃がリモートワーク関連の需要拡大による一時的な急騰を経て、足元では伸びが大幅に減速している。10月のCPI統計では、新規契約と契約更新の両方を捉える前月比の公式CPI住居費インフレ率に関する遅行指標がピークを過ぎた様子が明らかになった。前年比の住居費インフレ率は契約更新時の家賃が高い市場価格に追いつくキャッチアップ効果で来春まで上昇が続くとみられるが、その後は低下する見通しとなっている。

図表 8: サプライチェーンと賃料市場の正常化によるディスインフレ効果はまだしばらく続く見込み

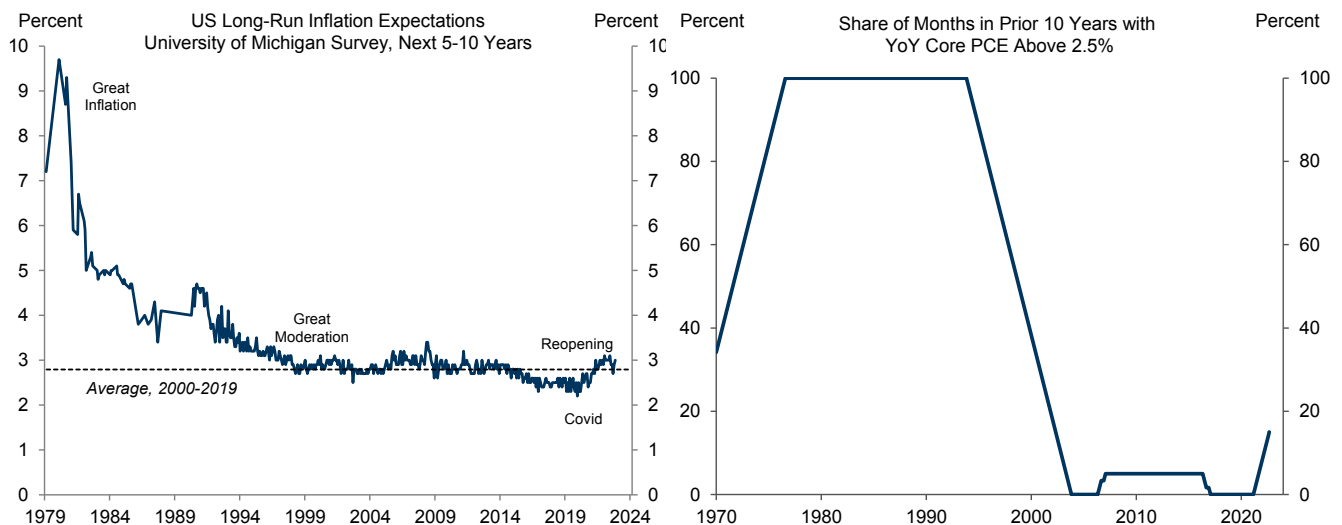


Supplier delivery times and manufacturing prices paid surveys are from ISM, S&P, ISM Chicago, NY Fed, Philadelphia Fed, Richmond Fed, Dallas Fed, and Kansas City Fed, as well as Creighton University for supplier delivery times only.

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つ目の理由はとりわけ1970年代に比べると、長期インフレ期待が依然として十分に抑制されていることだ。これは、(1)家計調査、(2)経済予測機関を対象とする調査、(3)インフレ連動債に基づく各指標について言える。短期インフレ期待指標は比較的高水準にとどまっているが、これはおそらくコモディティ価格の急騰によるところが大きく、コモディティ価格が頭打ちになれば反落する可能性が高い。インフレが異例のパンデミックに直面した短期間しか高水準に上らなかったことも、高インフレは定着していないと考える根拠となる(図表9)。

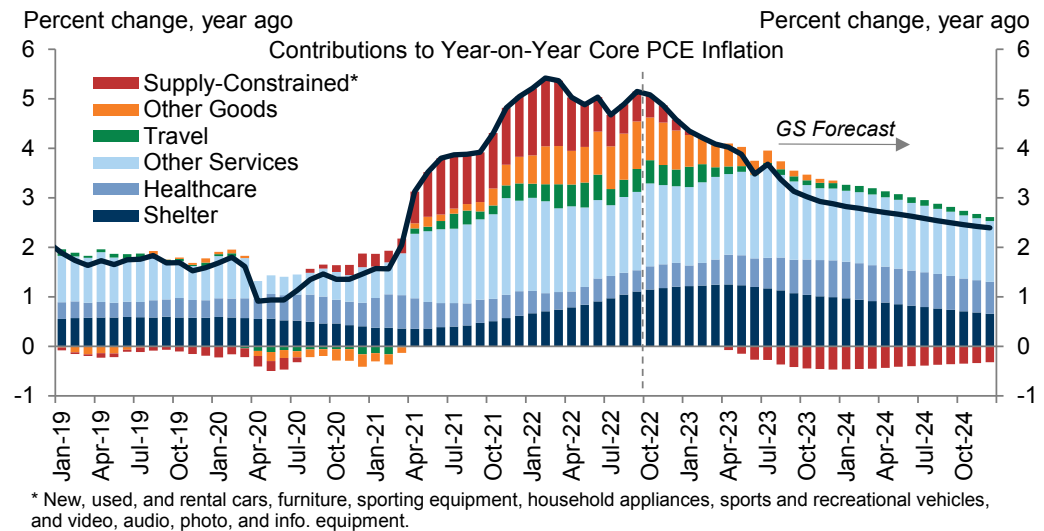
図表 9: 抑制された長期インフレ期待と短期間の高インフレ局面



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

当社はこれらを総合し、前年比コアPCEインフレ率が9月の5.1%から2023年12月には2.9%に低下すると予想する(図表10)。中古車のように供給制約に直面しており、高い利益率を維持している耐久財がコアインフレ率の低下の半分程度をもたらすとみられる。

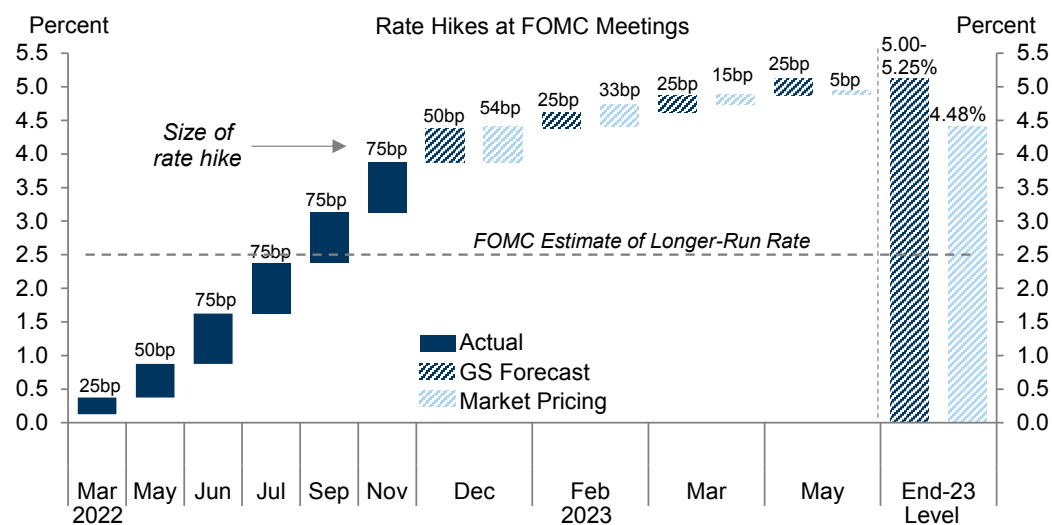
図表 10: コアPCEインフレ率は財価格のディスインフレと下期の住居費インフレ率低下によって2023年末に2.9%へと低下する見込み



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

当社の比較的強気のインフレ予想はハト派寄りの金融政策予想につながると思われるかもしれないが、この想定は間違っている。この理由もやはり実質所得と金融環境の相互作用だ。実質所得が回復するにつれて、成長率を潜在水準以下に維持しつつ労働市場の不均衡是正を継続するには、FCIによる成長押し下げ効果が必要になる。しかしながら、前期比での成長に対するFCIのマイナス効果は、金融環境の水準ではなく、この変化に依存するため、足元の年率約2%ポイントから縮小する可能性が高い(図表4、右表)。その結果、比較的強気の当社インフレ予想の下でも、労働市場の不均衡是正を継続させるには、少なくとも市場が現在織り込んでいる程度の追加利上げが必要になる。当社はこの1ヶ月のFCI緩和を踏まえ、新たにFRBが125bpの追加利上げを行う必要があるとみている(従来は100bp)。よって、12月に50bpへと利上げペースを落とした後、2月、3月、そして5月にこれより小幅の25bp利上げが3回実施されると予想する。当社が想定するFF金利のピークは5-5.25%で、市場のプライシングを若干上回る(図表11)。

図表 11: 当社は125bpの追加利上げを予想するが、2023年に利下げは見込んでいない



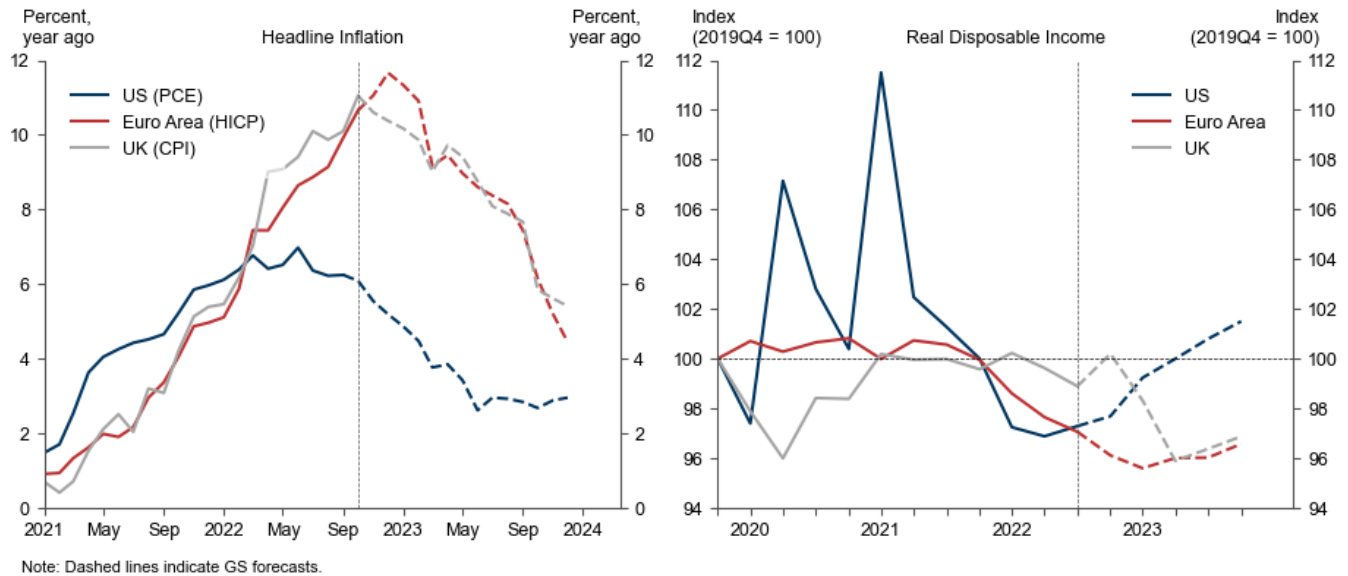
出所：ブルームバーグ、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

労働市場が底堅く、インフレも依然として高水準にあることから、米国経済が景気後退に陥らない限り、2023年に利下げは予想しない。景気後退を回避するとみる当社予想では、FRBが2024年2Qに初めて25bpの利下げを実施する見通しだ。この「長期にわたる高金利」の基本シナリオも、歴史的に最後の利上げから中央値で約6ヵ月後に最初の利下げが行われた過去のサイクルと今回のサイクルの違いを浮き彫りにする。

欧州のマイルドリセッション

米国と対照的に、ユーロ圏と英国はおそらく景気後退に陥るだろう。その理由は、家庭の光熱費が米国よりはるかに高騰しかつ長期化していることで、これがユーロ圏の総合インフレ率をピークで12%、英国を11%と、米国を大幅に上回る水準に押し上げるとみられる(図表12、左表)。

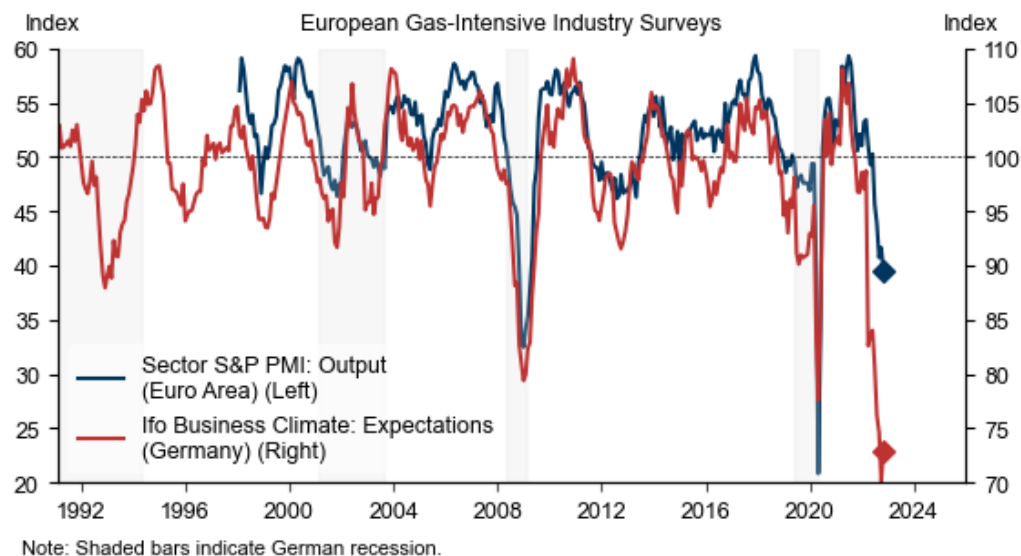
図表 12: 欧州は米国以上に大きなエネルギーショックに見舞われており、インフレと実質所得がより厳しい見通しとなることが示唆される



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

ひいては、高インフレが実質所得、消費、そして鉱工業生産を圧迫することになる。よって当社はユーロ圏の実質所得が2023年1Qまでにさらに1.5%、英国でも2023年2Qまでに3%減少した後、下期によりやく回復すると予想している(図表12、右表)。化学や金属など、欧州のガス集約的な産業を対象とするタイムリーでフォワードルッキングな調査も顕著に悪化しており、エネルギーコストの上昇が生産に打撃を与える見通しが示唆される(図表13)。ゆえに、当社はユーロ圏実質GDPが累計0.7%(2022年4Q-2023年2Q)、英GDPが同1.7%(2022年3Q-2023年2Q)減少するとみている。

図表 13: 欧州のガス集約的な産業の調査は顕著に悪化している



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

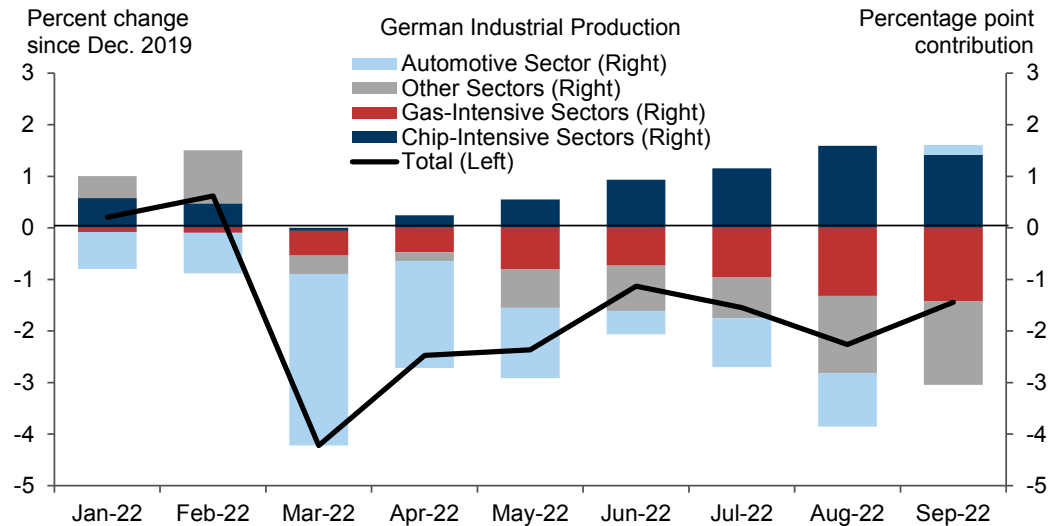
だが、冬の天候が非常に厳しくなり、家庭の暖房ニーズを満たすために工業セクターが一段と厳しいエネルギー利用制限を強いられない限り、欧州が深刻な不況に陥るとは考えていない。

欧州はすでに経済活動全体の崩壊を引き起こすことなくロシア産ガスの輸入を80%削減し、ガス消費も20-25%抑えている。それどころか、(調査指標と対照的に)ハードデータは今のところ驚くほど底堅く推移しており、鉱工業生産が横ばいとなる一方、ユーロ圏の実質GDP成長率は3Qもプラスを維持したうえ(ただし英国は若干マイナス)、労働市場も今のところ堅調を維持している。

この理由はおそらく、家庭の節エネルギー努力とその他エネルギー源の代替利用によってロシア産ガス輸入の減少による影響をある程度吸収できたことだろう。温暖な気候も寄与する中、こうした節エネルギーの取り組みによってガス貯蔵率が上昇したほか、TTFガス価格もピークから60%下落し、冬季の寒さが厳しくなった場合の下振れリスクが後退した。

また、欧州は米国の景気後退回避を可能にしている3つのパンデミック後の動きと同様の要因からも恩恵を受けると考えられる。第1に、図表14はドイツでパンデミックのボトルネック解消が続く中、半導体搭載数の多い製品や自動車などの生産増加がエネルギー集約型産業における生産の落ち込みを概ね打ち消している様子を示している。

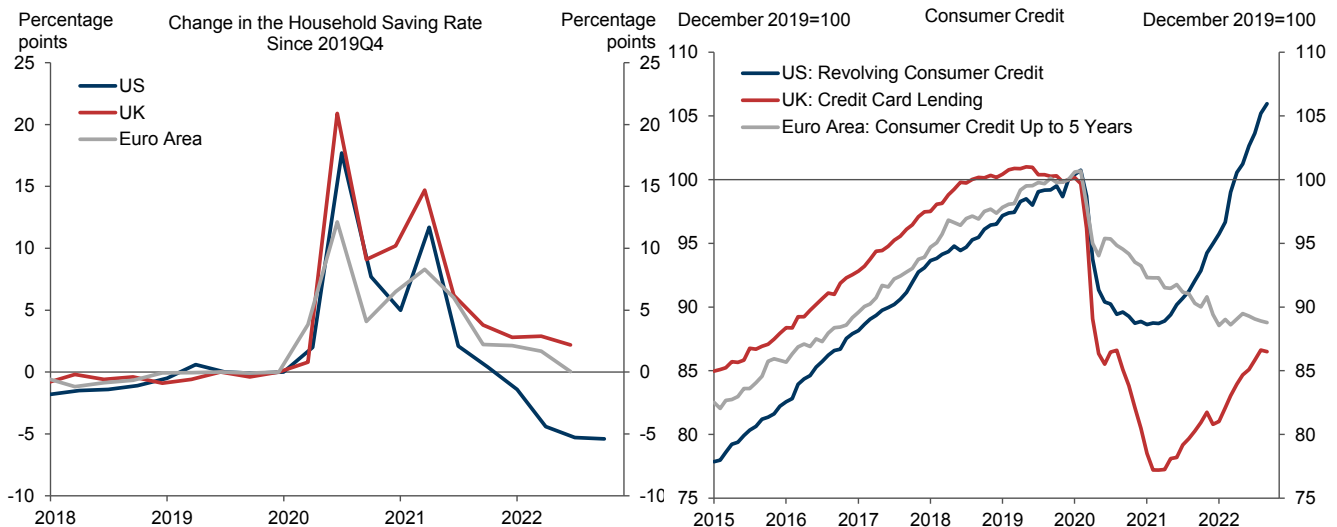
図表 14: パンデミック下で起きた供給制約の緩和はドイツのエネルギー集約的な産業の生産減少を概ね打ち消している



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

第2に、米国で実質所得が急減した2022年初めにみられたように、家庭の貯蓄率低下は消費支出を後押しする。図表15からは、欧州の貯蓄率が低下する一方、消費者クレジットの伸びは加速する余地があることが読み取れる(ただし、欧州の低所得層は過剰貯蓄が比較的限られているため、米国ほどは伸びない見込み)。第3に、経済再開による景気押し上げ効果はほぼ一巡しているが、欧州はまだサービスセクターの回復が若干の追い風となっている。

図表 15: 欧州では貯蓄率低下と消費者クレジット増加の余地がある



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

深刻な不況に陥る短期的なリスクはいくらか後退し、当社コモディティストラテジストはいまや来夏の欧州ガス価格の上昇が限定的になるとの見方を示しているが、欧州GDPがマイルドリセッション脱却後に急回復する見込みは低い。その主な理由は、新たなエネルギー源から十分な供給が得られるか、エネルギー効率の大幅改善が実現しない限り、エネルギー価格は高止まりする公算が大きいからだ。また、財政政策の転換によ

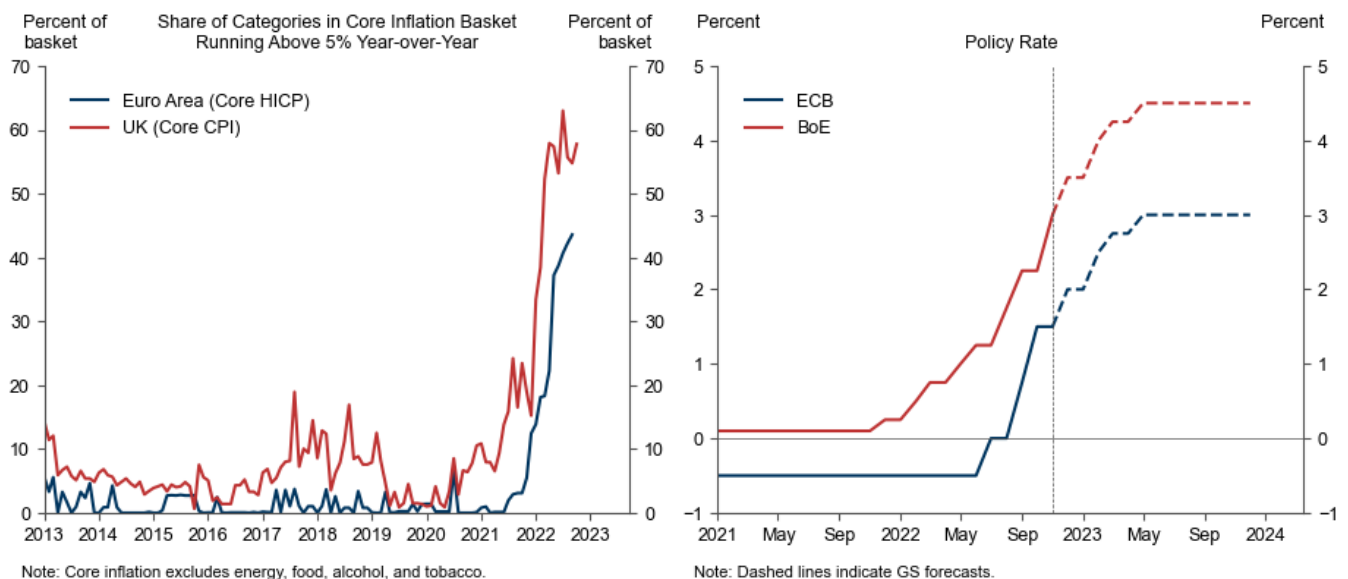
て、2023年下期以降はこれが成長の圧迫要因になるとみられる。

当社は今後発表されるハードデータの底堅さとガス価格の限定的な上昇軌道を反映し、ユーロ圏の2023年成長率予想を-0.1%に変更した(従来は-0.4%)。

欧州のコアインフレ率はどのような見通しになるだろうか？コモディティ価格によって総合インフレ率は当初急騰したが、物価圧力はインフレ率が上振れサプライズとなった後にユーロ圏と英国の両方でコア項目全体に広がった(図表16、左表)。実際、英国のコア物価圧力はエネルギー危機(欧州本土と同様)と労働市場の過熱(米国と同様)が重なる中、いまやG10諸国で最も強まっている。

この強いモメンタムを踏まえ、当社はユーロ圏のコアインフレ率が今後さらに上向き、12月に前年比5.3%でピークをつけた後、財価格のディスインフレによって2023年末に3%強まで緩やかに低下すると予想する。英国では、コアインフレ率がちょうどいまピークを迎えており、2023年末までに同じく3%へと低下する見通しだ。

図表 16: 欧州の幅広いコア物価圧力はECBと英中銀がそれぞれピーク金利の3%と4.5%まで利上げを行うことを示唆する



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

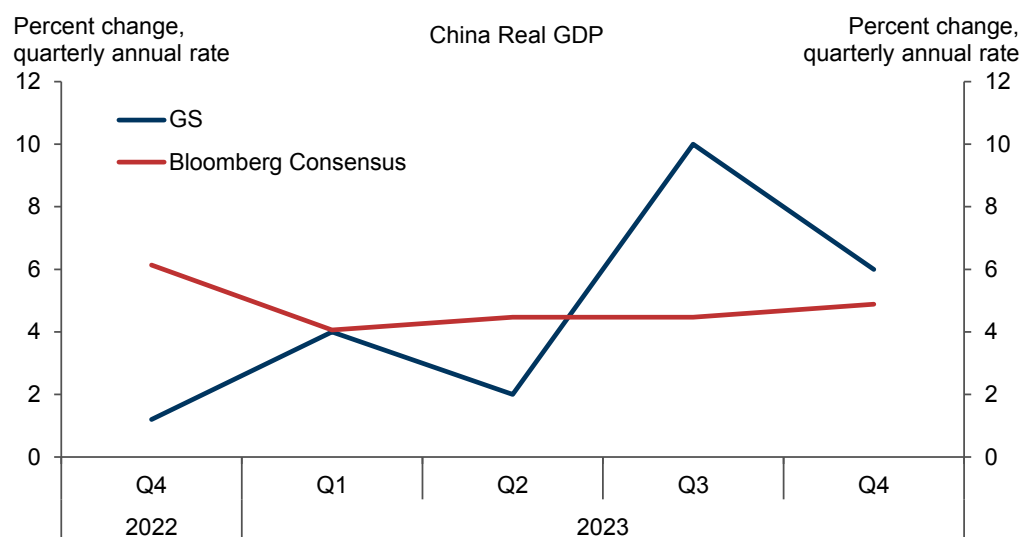
深刻な不況のリスクが後退する一方でインフレ圧力が続いていることを考慮し、当社はいまやECBが5月まで150bpの追加利上げを行い、預金金利はピークで3%に達するとみている(従来は2.75%)。ガス価格による短期的な総合インフレ率に対する圧力軽減のほか、ECBがこれまでに実施した大幅な利上げを強調していることを考慮すると、ECBはFRBと並んで12月に利上げペースを50bpに引き下げるとの確信が強まる。2月に2回目の50bp利上げを見込む予想に変更はないが、需要見通しの改善を踏まえて3月と5月にこれより小幅の25bp利上げさらに2回実施すると予想する。ECBのピーク金利を3%とみる当社予想に対しては上下両方向のリスクがあり、コアインフレ圧力の長期化が上振れリスク、より深刻な景気後退やイタリアにおけるソブリンリスクの再燃が下振れリスクとなる。英国では、逼迫した労働市場、強い賃金上昇圧力、そして高水準のインフレを根拠に、英中銀がバンクレートをターミナルレートに4.5%までさらに150bp引き上げると予想する。

中国の経済再開の多難な道のり

当社の2023年の中国経済見通しは、上期の成長減速と下期の経済再開に伴う比較的顕著な回復という2つのストーリーからなっている(図表17参照)。

今冬はゼロコロナ政策の維持が見込まれるため、2022年第4四半期と2023年第1四半期には成長低迷を予想する。実際、最近の感染者数急増を受けて、当社は第4四半期成長率予測をコンセンサスを大幅に下回る年率1.2%に引き下げた。

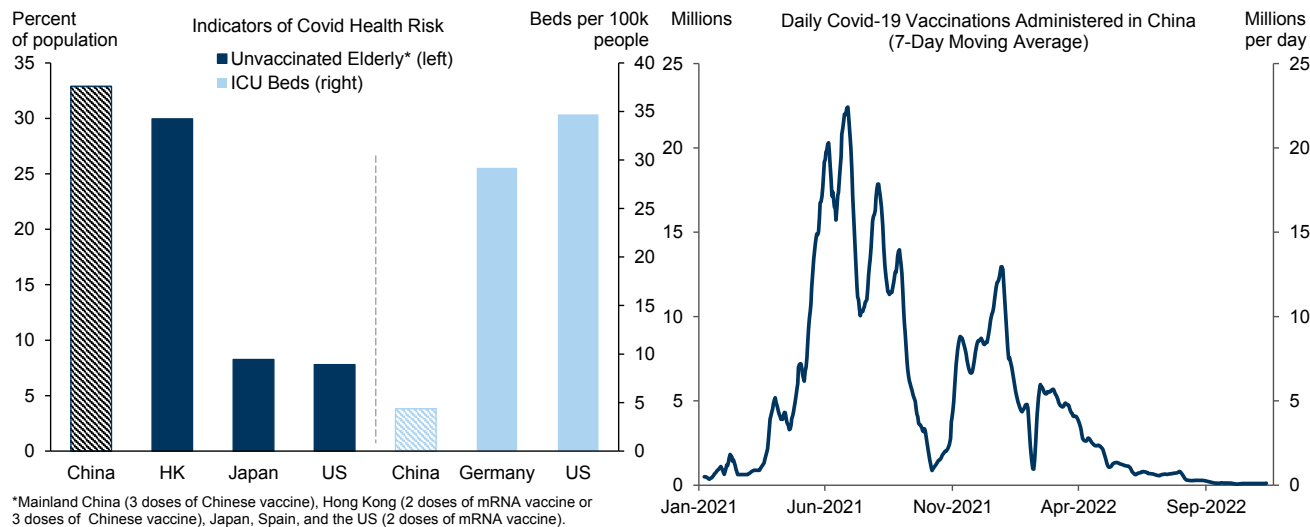
図表 17: 上期は成長低迷、下期は回復



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

政府首脳はゼロコロナ政策解除を目指しているという明らかなシグナルを発したが、実際の経済再開が始まるのは4月になると予想する。その基本的な理由は、医療とコミュニケーションの面で準備に時間がかかるとみられることだ。中国本土では3回のワクチン接種を受けた60歳以上の高齢者の割合が70%に届いておらず(図表18参照)、香港のデータによれば、ワクチン接種を受けていない高齢者は依然として重症化のリスクが高い。このため、中国は安全に経済再開に着手できるよう、ワクチン接種のペースを現在の一日10万回から大幅に引き上げる必要があるだろう。

図表 18: 中国は安全に再開を開始できるよう、ワクチン接種を加速する必要がある



出所: NHC, Wind, Government of Hong Kong, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

当社は4月の経済再開をベースラインとしているが、再開直後は感染者が増加し、厳しい警戒が続くことを想定し、第2四半期の成長率は年率2%にとどまるとみている。韓国、台湾、香港などの東アジア地域でゼロコロナ政策解除後の最初の四半期に成長が低迷したことも、この第2四半期予測を後押しする。

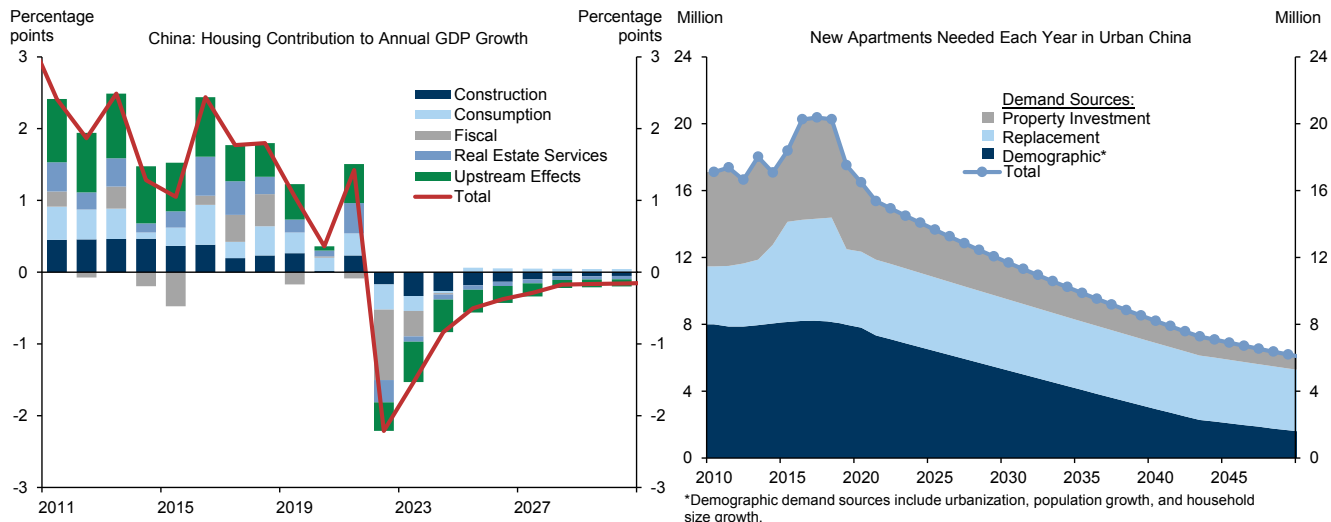
これに対し、下期には経済再開により成長が大きく押し上げられる見込みで、その効果は2024年まで持続する公算が大きい。ゼロコロナ政策は現在もGDP水準を4~5%前後押し下げているため、国民全体の免疫水準が上昇し、大方の家庭が新型コロナウイルスと共生できるようになれば、成長回復余地の余地はかなり大きいと当社はみている。

当社の第3四半期と第4四半期の成長率予測はそれぞれ年率10%と6%で、コンセンサスを明らかに上回ってはいるが、他の国の経済再開の事例に比べると特に目覚ましいとは言えない。これは、新型コロナウイルスに対する警戒とその他の循環的・構造的逆風が想定されるためだ。

循環的な逆風としては、国内経済が回復した場合に予想される財政政策の引き締めと、テクノロジー、住宅、および新型コロナウイルス関連製品に対する一段のグローバル需要低下を受けた中国のパンデミック関連輸出ブームの終焉が挙げられる。

構造的には、不動産セクターの縮小と米国の半導体輸出規制が複数年にわたり下押し要因になるだろう。不動産セクターは引き続き債務削減と人口減少に直面しており、同セクターの低迷持続は2023年の成長を1.5pp前後低下させると当社は予想している(図表19参照)。

図表 19: 中国不動産セクターの長期的地盤沈下



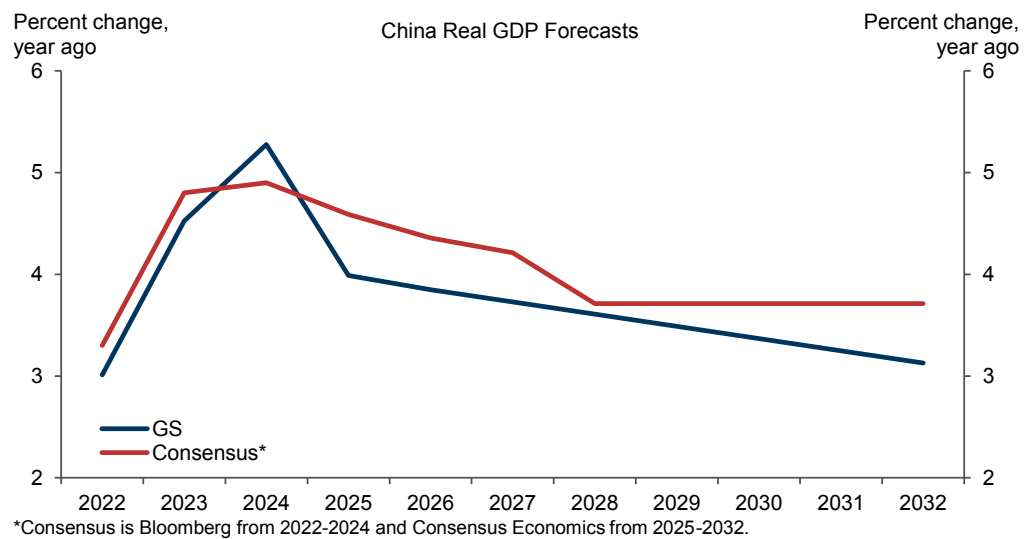
出所：ハーバーアナリティクス、Wind、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

当社は最近のレポートで、米国が新たに導入した先進チップ（およびその製造に用いられる装置とソフトウェア）の対中輸出規制の影響について、米国の政策当局がこれを厳格に実施した場合、2023年の中国の成長を約0.25pp押し下げ、2026年のGDP水準を1.7%低下させると推計した。これは、中国でのチップおよび先進チップを搭載したスマートフォンやコンピュータなどの製品の生産減少を反映している。

比較的緩やかな総需要回復は、他のアジア諸国の経済再開期に見られた比較的小幅なインフレ上昇とともに、2023年に中国で穏やかなインフレと金融政策を予想する根拠にもなっている。具体的には、コアCPIは0.7%から2023年に1.2%へ小幅上昇することとなり、政策金利は2%に据え置かれると予想する。

当社は2023年下期と2024年上期に他の予測機関より大幅な経済再開による成長押し上げを見込んでいるが、構造的な理由から長期見解はコンセンサスを下回っている（図表20参照）。当社の推計では、この数年の中国の成長減速の大部分は、2023年の潜在成長率のわずか4.2%への低下と呼応する。トレンド成長率は今後10年間に、人口動態の逆風と生産性低下、および不動産市場の長期的地盤沈下によりさらに3%強まで減速すると予想する。

図表 20: 中国の成長は2023~2024年に回復するが、トレンド成長率は長期的に低下



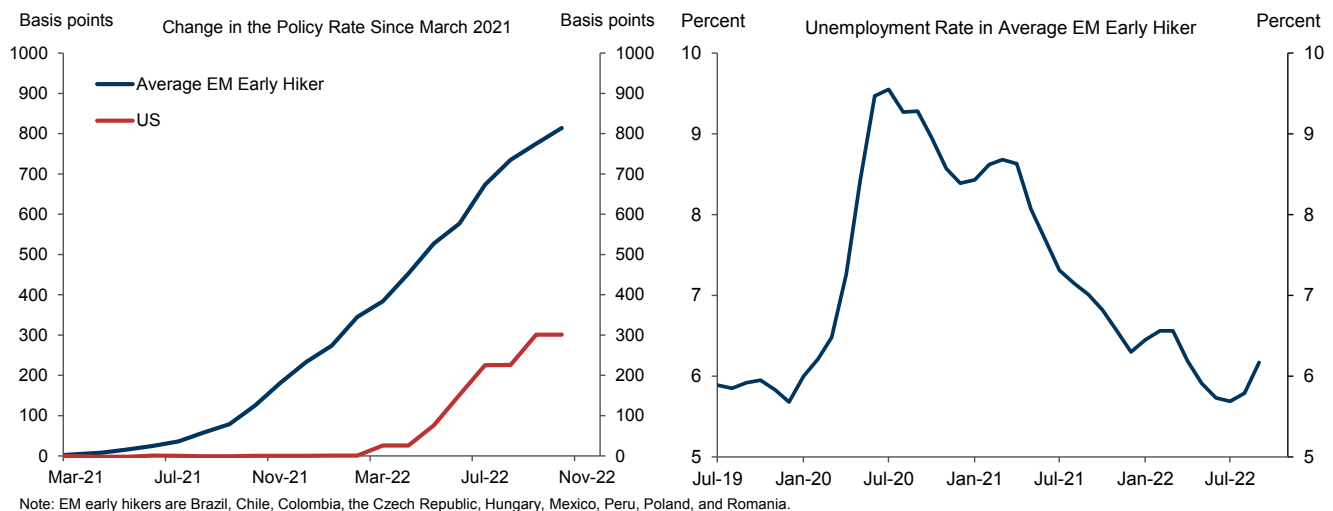
出所: ブルームバーグ, コンセンサス・エコノミクス, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

利上げで先行する新興国の一部は堅調を維持

中南米と中東欧(CEE)では数カ国が他に先駆けて利上げを開始した。利上げで先行する新興国9カ国では、政策金利が平均800bp以上引き上げられ(図表21の左のグラフ参照)、当社金融環境指数(FCI)が平均450bpタイト化している¹。これらの国は今後どこに向かい、その経験から世界全体の見通しに対してどのような知見が得られるのだろうか。

ソフトランディングを確実に達成した利上げ先行国はまだないが、経済活動は総じて予想以上に堅調に推移している。GDP成長率、PMI、および労働市場の指標に基づく、利上げ先行国の大半で景気拡大が続いているようだ。特に失業率は、いくつかの国で小幅上昇しているものの、すべての利上げ先行国で依然として低水準にある(図表21の右のグラフ参照)²。当社はこの底堅さも、欠員の高止まり、経済再開、民間部門の強固なバランスシートという今サイクルの特徴により説明がつくことを分析により見出している。

図表 21: 利上げで先行する新興国は2021年3月以来政策金利を平均800bp引き上げているが、失業率は依然として低い



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

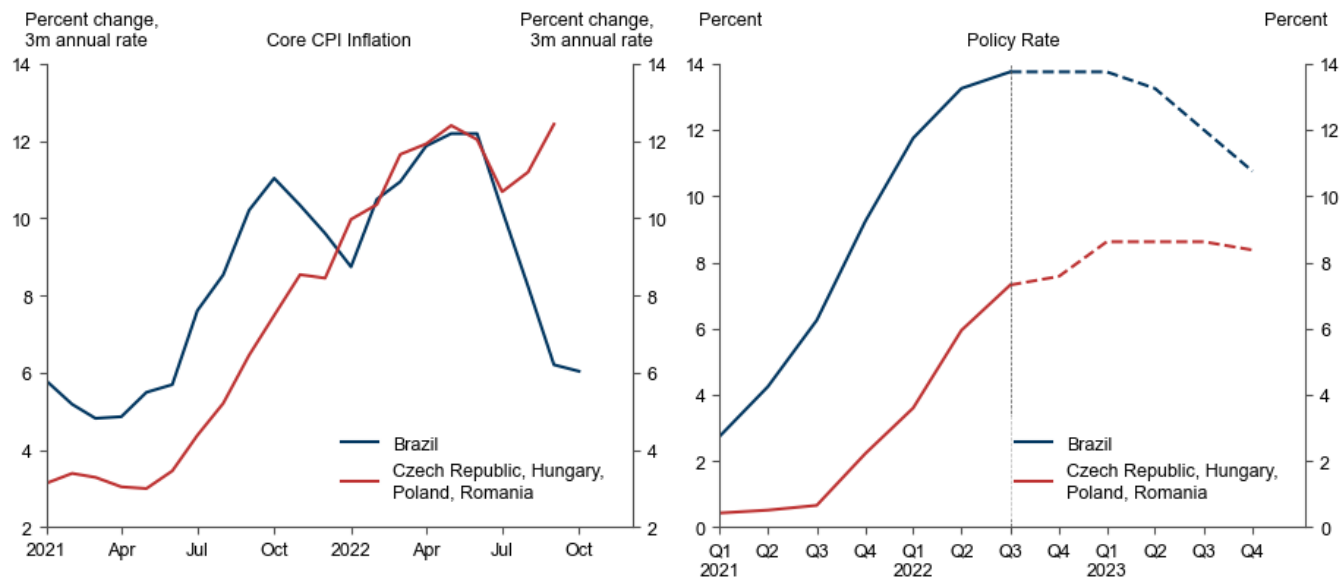
心強いことに、大半の利上げ先行国ではコアインフレ率と賃金上昇率が、依然としてきわめて高い水準にはあるものの漸進的減速に向かっている。コアインフレ率の低下が最も顕著なのはブラジルで、当社は2023年第2四半期に利下げが開始され、下期には成長率が潜在成長率に近い2%まで回復すると予想している(図表22の左のグラフ参照)。

これに対し、CEE諸国の状況は比較的厳しい。これは、欧州の天然ガス価格急騰の影響と依然として高く広範囲の(そしてハンガリーとポーランドでは引き続き上昇している)インフレを反映している。このため、チェコとポーランドの中央銀行は遠からず利上げを再開すると予想し(図表22の右のグラフ参照)、大半のCEE諸国で小幅マイナスのGDP成長を見込んでいる。

¹ 「利上げ先行国」を、当社調査対象国のうち、2021年10月までに政策金利引き上げを開始し、開始後6ヵ月間に累計で100bp引き上げた国と定義。

² 当社の分類ではチリは緩やかな景気後退に入っている可能性が高いが、チェコ共和国とポーランドでは判断は微妙である。

図表 22: CEE諸国ではインフレと政策金利がさらに上昇する見込みだが、ブラジルでは2023年第2四半期に利上げ開始を予想



Note: Regional aggregates use market FX country weights. Dashed lines indicate GS forecasts. The aggregate policy rate for Latin America also excludes Ecuador.

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

総じて言えば、利上げで先行する新興国数カ国の経済がこれまでのところ底堅さを維持していることは、現在の高インフレ環境は必ずしも深刻な景気後退を引き起こさないという当社見解を後押しする。

一部に進展も見られるが、世界経済の先行きは依然として不透明

2023年の経済にとって最大の疑問は、各国中央銀行が景気後退(あるいは少なくとも深刻な景気後退)を引き起こさずにインフレ率を容認可能な水準まで引き下げられるかということだ。当社はこの点に関してまずまず楽観的だが、この見解にはかなりのリスクがある。

リスクの一つは、インフレ圧力が引き続き蔓延し、中央銀行が積極的な利上げを続ける以外に手立てがないという状況に追い込まれることだ。そうなった場合、欧州だけでなく米国でも景気後退が不可避になる可能性がある。米国では、労働市場の調整が進み、インフレが減速に転じたという最近のニュースを受けて、このリスクはやや低下している。しかし、状況は地域により異なる。欧州とインフレが引き続き上昇している一部の新興国の中央銀行は、通貨が下落し期待インフレ率が上昇する環境下で、おそらく利上げ継続を余儀なくされるだろう。

もう一つの大きなリスクは、基調的インフレが低下したとしても、中央銀行がCPI住居費インフレ率のようなインフレの遅行指標を重視するあまり、そうした改善に気づくのが遅れることだ。しかし、米国ではこのリスクへの懸念もやや薄れたと当社はみている。FRB高官は最近、CPIの家賃指数だけに注目するのではなく、この数ヶ月急減速しているより先行的な指標(新規賃貸契約の提示家賃など)も注視していると明言した。さらに、多くの中央銀行はすでに利上げペースを緩めたか、まもなく緩めるというシグナルを送っている。これにより金利上昇の経済への影響をより時間をかけて見極めることが可能になるため、過剰な引き締めリスクは低下する。

コアインフレをめぐる動きのほかに、当社は政治的・地政学的ショックが不確実性上昇

や金融環境のタイト化、コモディティ供給の阻害を通じて世界経済に影響を及ぼす可能性も引き続き懸念している。しかし、こうしたリスクの一部も最近やや低下している。イタリアとブラジルの総選挙と米国の中間選挙は市場の大きな波乱を引き起こさずに終了した。イタリア国債のスプレッドは縮小し、ブラジルはおそらくソフトランディングに向かっており、米国の債務上限問題——これはおそらく2023年に先進国発の最大の市場混乱要因になりうる——がこれから2022年末までのレームダック議会で解決される可能性さえ出てきた。さらに、バイデン大統領と習近平国家主席は最近の会談で、米中間の緊張関係の少なくとも一部を緩和することに意欲を示しており、これはロシア・ウクライナ間の戦争の交渉による解決にもプラスに作用する可能性がある。

しかし、世界経済を2022年上期の著しくボラティリティの高い環境に戻りさせかねないリスクも依然として少なくない。現時点ではロシア・ウクライナ間の戦争が解決に近づいている気配はなく、ロシア産原油に対する価格上限設定の影響は不透明だ。中東の政情不安も、地政学的秩序の変化をもたらすとまでは言えないものの、エネルギーの需給バランスがすでに不安定な時期にエネルギー市場に追加的打撃を与えるおそれがある。したがって、当社の慎重ながらも楽観的な世界経済の見通しには、引き続きかなりのリスクが内在する。

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、Devsh Kodnani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。

特に断りがない限り、本レポートの表紙に掲載されている個人はゴールドマン・サックスのグローバル投資調査部のアナリストです。

開示事項

規制に基づく開示事項

米国法ならびに米国の規制に基づく開示事項

本資料に記載された企業に要求される以下の開示事項に関しては、上記の各会社に関する規制に基づく開示事項をご参照ください：主幹事会社または共同主幹事会社の役割；1%またはその他の持分；特定の業務に係る報酬の受領；顧客関係の種類；過去の証券公募における主幹事会社または共同主幹事会社の役割；役員の兼務；株式については、マーケット・メーカーおよび/またはスペシャリストの任務。ゴールドマン・サックスは本資料に記載された発行体の債券(あるいは関連する派生商品)の自己勘定売買を行います、あるいは行う場合があります。

追加の開示事項：証券の保有ならびに実質的な利害の対立：ゴールドマン・サックスの方針では、アナリスト、アナリストの下で業務を行うプロフェッショナル、およびその同居家族が、アナリストが調査対象としている企業の証券を保有することを禁止しています。**アナリストの報酬：**アナリストの報酬は、投資銀行部門の収益を含むゴールドマン・サックス全体の収益も考慮した上で決定されています。**アナリストによる役員の兼務：**ゴールドマン・サックスの方針では通常、アナリスト、アナリストの下で業務を行う者、またはその同居家族が、アナリストが調査対象としている企業の役員、取締役または顧問を兼務することを禁止しています。**米国以外のアナリスト：**米国以外のアナリストは必ずしもゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーの外務員ではなく、したがって調査対象企業とのコミュニケーション、公の場への登場、保有証券の売買を規制するFINRAの規則2241あるいは規則2242の適用対象とならない場合があります。

米国以外の管轄地域の法律や規制に基づく追加の開示事項

以下の開示事項は、米国法ならびに規制に基づきすでに記載された項目以外に、各管轄地域で開示が求められているものです。**オーストラリア：**ゴールドマン・サックス・オーストラリアPty Ltdおよびその関連会社はBanking Act 1959 (Cth)で定義されるオーストラリアの公認預金受入機関ではなく、オーストラリアにおいて銀行サービスを提供することも銀行業務を営むこともありません。本資料および本資料の入手や利用は、ゴールドマン・サックスが別段に合意した場合を除き、Australian Corporations Actで定義されている”wholesale clients”のみを対象としています。調査資料の作成にあたり、ゴールドマン・サックス・オーストラリア投資調査部の社員が、調査資料で言及する企業およびその他の事業体が主催する会社訪問や工場見学、その他会合に出席することがあります。ゴールドマン・サックス・オーストラリアがかかる訪問や会合に関する状況に照らして適切かつ妥当と判断した場合には、その訪問や会合の費用の一部または全額を当該発行体が負担することがあります。本資料において金融商品に関してなんらかの意見が含まれる場合は一般的な見解であり、個々のお客様の投資目的、財務状況、もしくは必要性を考慮することなくゴールドマン・サックスが作成したものです。お客様は、これらの意見に基づき投資行動をとる場合、当該意見が自身の投資目的、財務状況、必要性に鑑み適切であるかを事前にご考慮ください。オーストラリアおよびニュージーランドのゴールドマン・サックスにおける利益相反に関する開示事項並びにゴールドマン・サックスにおけるオーストラリアセクサードパーティの独立性に関するポリシーは

<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html> をご覧ください。**ブラジル：**ブラジル証券取引委員会(CVM)

Resolution n. 20に開示する開示情報については、<https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html> をご覧ください。CVM Resolution n. 20第20項が適用される場合、本文の最後に特に明記のない限り、本資料の最初に記載された最初のアナリストが、同項が定義する、本資料の内容に主たる責任を負う、ブラジルで資格登録されたアナリストとなります。**カナダ：**この情報は情報提供のみを目的として提供されており、いかなる状況においてもゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーによるカナダの証券購入者へのカナダの証券を取引するための広告、募集売り出し、または勧誘として解釈されるべきではありません。ゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーは、適用されるカナダの証券法上カナダのいかなる法域においてもディーラーとして登録されておらず、通常カナダの証券の取引は許可されていません。カナダの法域によっては特定の証券や商品の販売が禁止されている場合があります。カナダの証券またはその他の商品のカナダでの取引をご希望される場合は、ゴールドマン・サックス・グループ・インクの関連会社であるゴールドマン・サックス・カナダ・インクまたは登録されたカナダのディーラーに連絡してください。**香港：**本資料に記載された、当社アナリストが調査対象としている企業の有価証券に関し、さらに詳しい情報をご入用の際には、ゴールドマン・サックス(アジア)L.L.C.にお問い合わせください。**インド：**本資料に記載された企業に関しさらに詳しい情報をご入用の際には、ゴールドマン・サックス(インド)セキュリティーズ・プライベート・リミテッド、SEBIにおけるリサーチアナリスト登録番号INH000001493、951-A, Rational House, Appasaheb Marathe Marg, Prabhadevi, Mumbai 400 025, India, 法人登記番号U74140MH2006FTC160634、電話番号+91 22 6616 9000、Fax +91 22 6616 9001までお問い合わせください。ゴールドマン・サックスは本資料に記載された企業の(Indian Securities Contracts (Regulation) Act 1956第2項(h)で定義される)証券を1%以上実質保有している場合があります。**日本：**金融商品取引法第37条に定める事項の表示をご参照ください。**韓国：**本資料及びそのアクセスは、ゴールドマン・サックスとの別段の同意がない限り、韓国金融投資サービスおよび資本市場法の「プロフェッショナル投資家」に向けたものです。本資料に記載された企業に関しさらに詳しい情報をご入用の際には、ゴールドマン・サックス(アジア)L.L.C. ソウル支店までお問い合わせください。**ニュージーランド：**ゴールドマン・サックス・ニュージーランド・リミテッドおよびその関連会社は(Reserve Bank of New Zealand Act 1989で定義される)「登録銀行」でも「預金受入機関」でもありません。本資料および本資料の入手や利用は、ゴールドマン・サックスが別段に合意した場合を除き、Financial Advisors Act 2008で定義されている”wholesale clients”のみを対象としています。オーストラリアおよびニュージーランドのゴールドマン・サックスにおける利益相反に関する開示事項は <https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html> をご覧ください。**ロシア：**ロシア連邦で配布される調査レポートは、ロシア法で定義される広告ではなく、商品の宣伝を主目的としない情報・分析に該当するものであり、ロシアの資産評価に関する法の意義の範囲内における評価を提供するものではありません。調査レポートは、ロシア法ならびに規制に基づく個人向けの推奨を構成するものではありません。また、特定のお客様に向けたものではなく、お客様の財務状況、投資プロファイルまたはリスクプロファイル分析することなく作成したものです。本資料に基づくお客様やその他の投資行動について、ゴールドマン・サックスは一切の責任を負いかねます。**シンガポール：**本資料に関するあらゆる事柄については、シンガポール金融管理局の規制を受け、本資料の法的責任を負っているゴールドマン・サックス(シンガポール)Pte. (Company Number: 198602165W)までお問い合わせください。**台湾：**本資料は情報提供のみを目的としたものであり、当社の承諾なしに転載することはできません。投資に際しましては、各自の投資リスクを慎重にご検討ください。投資の結果につきましては個々の投資家が責任を負うものとします。**英国：**英国金融行動監視機構の規則において個人投資家の定義に該当するお客様は、本資料を本資料で取り上げた、当社アナリストが調査対象としている企業に関する過去のゴールドマン・サックス・レポートと関連してお読みいただき、ゴールドマン・サックス・インターナショナルから送られたリスク警告を参照して下さい。これらのリスク警告の写しや本資料で使用した金融用語の用語解説をご希望の方は、ゴールドマン・サックス・インターナショナルまでお問い合わせ下さい。

欧州連合ならびに英国：投資推奨または投資戦略を推奨、提案するその他の情報の客観的な提示、および個人の利益の開示または利益相反の表明の技術的な手続きに関する規制技術基準についての欧州議会および理事会規則(EU) No 596/2014を補足する欧州委員会委任規則(EU) (2016/958)の第6条2項(英国の欧州連合および欧州経済領域からの離脱後に英国の国内法や規制に組み込まれる委任規則も含む)に関連する開示情報は、欧州での投資調査に関する利益相反管理方針に記載した<https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html>をご覧ください。

グローバル調査資料：配布機関

ゴールドマン・サックスのグローバル・インベストメント・リサーチ部門は、全世界でゴールドマン・サックスのお客様向けに調査資料の発行と配布を行っています。世界各地のゴールドマン・サックスのオフィスに勤務するアナリストは、業界および企業、マクロ経済、為替、市況商品、ポートフォリオ戦略に関する調査資料を発行しています。本資料の配布については、オーストラリアではゴールドマン・サックス・オーストラリアPtyリミテッド (ABN 21 006 797 897) が、ブラジルではゴールドマン・サックス・ドゥ・ブラジル・コレトラ・デ・ティツロス・エ・ヴァロレス・モビリアリオS.A. が、ブリック・コミュニケーション・チャンネル・ゴールドマン・サックス・ブラジル：0800 727 5764 および/または contatogoldmanbrasil@gs.com (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、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。