

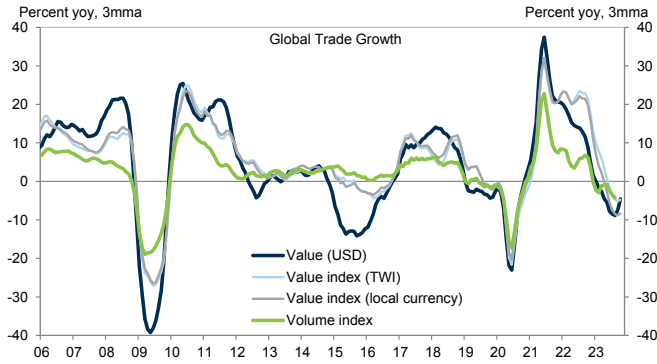
## アジアViews: 2024年の見通し—新たな時代に適応

1. 2024年のアジア経済は、世界的に金利が上昇し、中国の成長が減速し、地政学的不安定性が高まる時代に適応しつつ、引き続き底堅く推移すると予想する。当社が発表した世界経済予測は、世界経済の着実な成長と一段のデフレーション進展、および「より高く、より長い」先進国の政策金利を見込んでいる。アジアでは、成長は比較的大規模な国から小規模な国に移行するだろう。中国と日本は、経済再開後の押し上げ効果剥落と中国不動産セクター低迷の影響持続により成長減速が予想されるが、2024年の成長率当社予測は引き続きコンセンサスを上回っている。インドは複数の構造的追い風を受けてかなり力強い成長を維持できる可能性が高く、世界の景気動向への感応度が高い比較的小規模な開放経済国、とりわけ韓国、台湾、シンガポール、ベトナムは、財の貿易の小幅回復により、おそらく2023年の低調なパフォーマンスからの改善を達成できるだろう。インフレについては、日本では高止まり(同国の基準による)、中国では低水準からの若干の上昇という対照的な状況を予想しているが、その他の国ではデフレーションが持続する見通しだ。経常収支の不均衡は幾分緩和し、絶対額で最大の中国の黒字幅は縮小し、最も大幅な赤字を抱えるフィリピンとニュージーランドでは改善する可能性が高い。マクロ政策は、通貨安定を求める政策当局の意向と依然として高い米金利を反映して、大半の国で依然として引き締め寄りとなる公算が大きく、政策金利はコンセンサス予想より遅く、もしくは緩やかに引き下げられるだろう。主な例外として、日本では日銀の超緩和政策が徐々に解除され、中国では支援的政策が継続されると予想する。インド、インドネシア、台湾、韓国では総選挙が予定され、日本とシンガポールでも総選挙実施の可能性があり、新しい年に向けて不確実性が高まっているが、市場は選挙結果の如何にかかわらず、経済政策は現状維持を予想しているようだ。

アンドリュー・ティルトン  
+852-2978-1802 | andrew.tilton@gs.com  
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

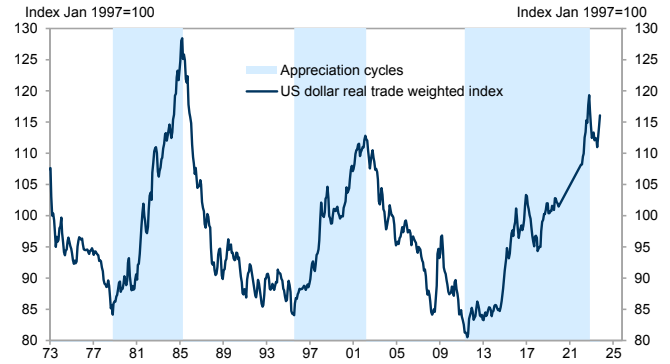
2. アジアの経済と市場は歴史的に中国の成長が堅調でFRBの政策が緩和的な時期に恩恵を享受してきたが、2022~2023年にはこの2つのファクターが時折「間違った方向」に動いた。中国の経済再開後の成長回復はサービス中心で比較的短命に終わり、アジア地域への波及効果は小さいかマイナスとなった(中国の財の輸入は2022年以降、今年に入っても年初来で微増にとどまり、2021年のピークを依然として下回っている)。世界の貿易と製造業の活動は、世界経済が再開し、需要が再びサービスに移った結果、2022年序盤から2023年序盤まで落ち込み、いまだ本格的回復に至っていない(図表 1参照)。世界の金融環境も厳しく、米国の政策金利が20年ぶりの高水準に引き上げられ、長期利回りが(先週まで)これに追随して上昇した結果、ドルは1980年代以来の高値近くまで押し上げられた(図表 2参照)。歴史的に、ドル高期には新興国の金融環境と成長が逆風を受けてきた。米国の政策金利はおそらくピークに達しており、ドル高は2024年終盤にはやや緩和すると当社はみているが、総じて厳しい成長環境と政策環境が早期に簡単に反転するとは考えにくい。

図表 1: 世界の財の貿易は低迷しており...



出所: CPB World Trade Monitor, 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

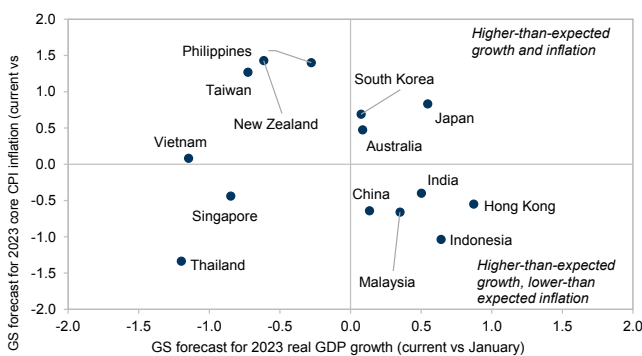
図表 2: ...米ドルは数十年ぶりの高水準に迫っている



出所: 米国連銀, 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

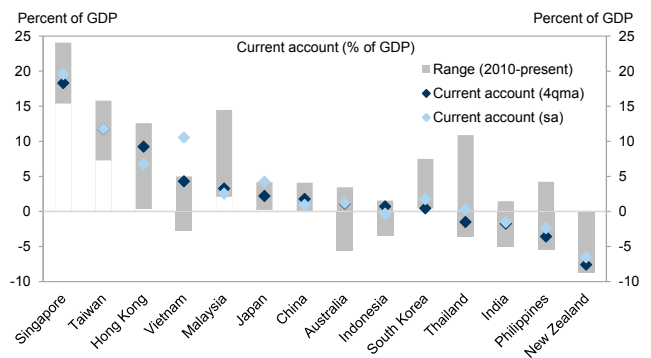
3. それでも、アジア太平洋諸国の経済は2023年にかなり底堅く推移した。大規模アジア諸国のGDP成長率は2023年序盤時点の当社予測と一致もしくは上回り、日本とインドはポジティブサプライズをもたらした(図表 3参照)。これらの国よりはるかに経済規模が小さく、世界の成長と貿易への感応度がかなり高いタイとベトナムは、予測を最も大きく下回った。こうした結果は主に2つの要因を反映している。第1に、アジアは大規模なショック(ウクライナと直近ではイスラエルでの戦争)から地理的にも政治的にも遠い。第2に、アジア地域の大半の国は対外収支が比較的健全で、経常収支が現在も大幅な赤字となっているのはフィリピンとニュージーランドだけである(図表 4参照)。これらの要因が保守的な財政政策(新興国)や通貨安定重視の姿勢が相まって、インフレショックを緩和している。インフレは日本を除く大半のアジア諸国で低下しており(図表 5参照)、現在はアジア新興国の大部分で目標もしくはそれ以下の水準にある(図表 6参照)。

図表 3: 比較的経済規模の大きいアジア太平洋諸国では2023年の成長率が予想を上回っている



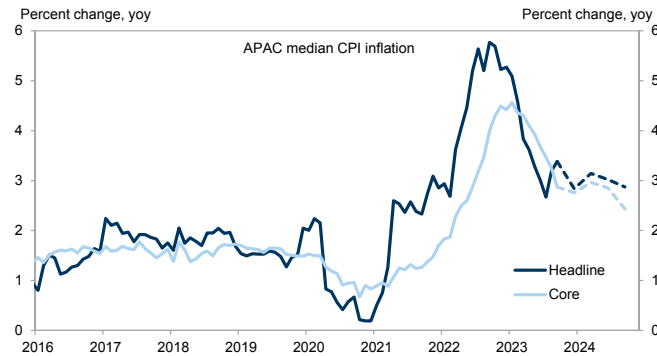
出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 4: 対外収支は大半のアジア太平洋諸国で健全



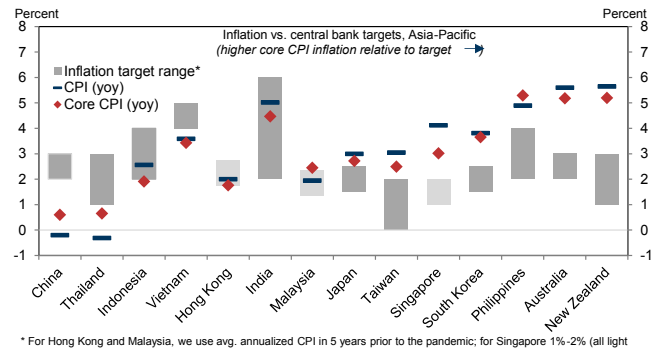
出所: ハーバーアナリティクス, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 5: アジア太平洋諸国のインフレ率はピークから大幅に低下しているが...



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

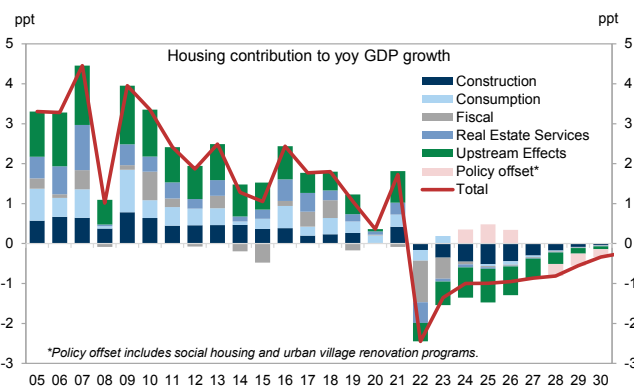
図表 6: ... 地域内のインフレ格差は大きい



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

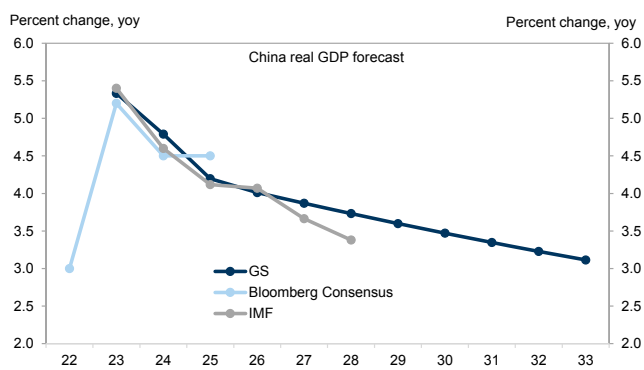
4. 中国：政策当局は経済の「振れの大きい減速」の平滑化に腐心。中国では第20回共産党大会以来、ゼロコロナ政策からの唐突な経済再開、不動産セクターの低迷深刻化、資本流出の再開などに代表される苦難の1年が過ぎた。経済再開の追い風と政策の支援により、2023年の公式GDP成長率は目標の5%を上回る見通しだ。しかし、厳しい海外情勢と不動産セクターによる下押しが続くなか、当局が2024年の成長減速を抑えようとするなら、一段の緩和が必要になるだろう(図表 7、図表 8参照)。低いインフレ率(食品を除くCPIインフレ率は前年比0.7%)、厳格な資本規制、中央政府の比較的健全なバランスシートを考慮すると、追加緩和の余地はある。年終盤の中央政府債発行と公式財政赤字の拡大は異例で、成長減速懸念が政府を「政策プット」の行使に向かわせるほど深刻なことがうかがえる。このため当社は、2024年の景気下支え策の予想を引き上げ(2024年の拡張財政赤字予測を従来の対GDP比9.8%から11%に引き上げるとともに、預金準備率と政策金利の追加引き下げを想定)、成長率予測も上方修正する(2024年の実質GDP成長率を従来の4.5%から4.8%に引き上げ)。中国の2024年の公式政策目標は12月の中央経済工作会議で決定する。不動産セクターの低迷とその副次的影響(地方政府/LGFV債務、家計と企業のコンフィデンスなど)への対処は、今後も経済政策の重要課題になるだろう。当社は政策当局がかなり厳格な資本規制を維持し、引き続き人民元安を押し戻すと予想する。サンフランシスコで開催される見込みの習主席とバイデン大統領の会談を前に、米国との対話が活発化しているが、一部の分野での摩擦は続いており、来年1月の台湾の総統選挙をきっかけに緊張が高まる可能性がある。選挙結果に中国本土がどう反応するかは、台湾自体のいかなる経済政策変更よりもおそらく重要だ。香港経済は引き続き緩やかな回復が予想されるが、米国の高金利、中国本土の不動産セクター低迷と厳格な資本規制、外国人観光客の減少などを考えると、香港の経済活動は2024年もパンデミック前の水準を下回るだろう。

図表 7: 不動産セクターが引き続き中国経済を下押しして...



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

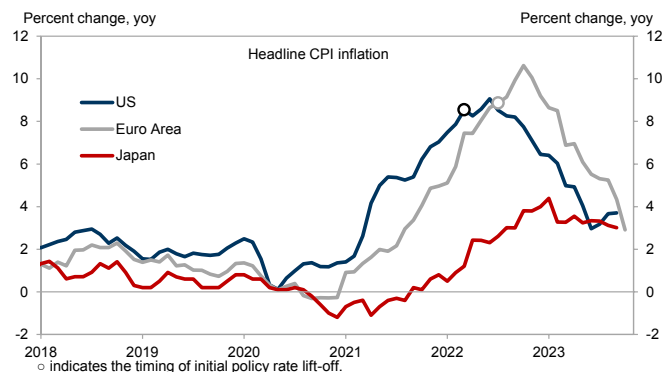
図表 8: ... 今後数年間の成長減速をもたらす



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

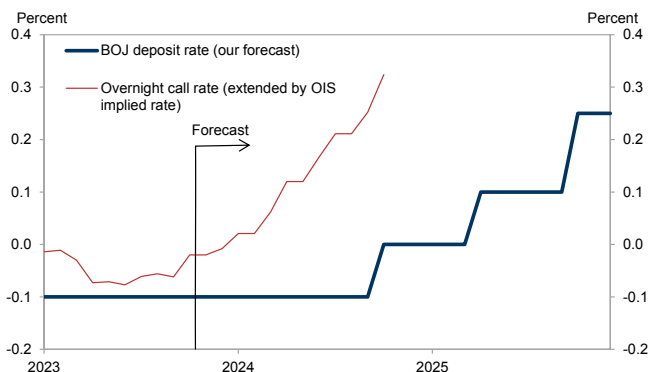
5. 日本は「正常な」経済国に戻りつつある。日本は20年にわたり、多くの点で世界の例外的存在だった。劇的な不動産・株式バブル崩壊、バランスシート不況、および人口高齢化が長期にわたるデフレと債務超過を引き起こし、それが日銀をマイナス金利とイールドカーブコントロール(YCC)、そして金融環境を緩和するための多額の資産買入れに追い込んだ。しかし、世界情勢の進展と日銀の長年の超緩和政策により、日本はようやく典型的なG7諸国に近づいたように見受けられる。日本でリフレが奏功し、金融政策が正常化に向う中で、その他の国はパンデミック期に債務が膨張し、高齢化の問題にも直面している。2024年は、日本の賃金上昇率がインフレ上昇に波及し、消費が成長を主導、日銀の非伝統的政策からの脱却が可能になった年として記録に残るかもしれない。当然ながら、インフレを歓迎する人はおらず、諸外国の「正常」への回帰は日本では劇的なインフレ環境への移行のような印象を与える。利回り上昇が過去18ヵ月に英国(LDIファンド)や米国(地方銀行)で見られたような金融セクターの「事故」を引き起こす恐れもあり、それは日銀のYCCやマイナス金利の解除が市場の予想よりゆっくりとしたペースで進むと当社が考える理由の1つだ(図表 9、図表 10参照)。岸田首相は来年解散総選挙に踏み切る可能性があるが、内閣支持率が最低を更新している状況では、しばらくはその可能性は低いように思われる。自民党総裁としての岸田氏の任期は2024年9月に満了し、自民党の総裁選が行われる。

図表 9: 日本のインフレ率はFRBやECBの利上げ開始時の水準よりはるかに低い



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

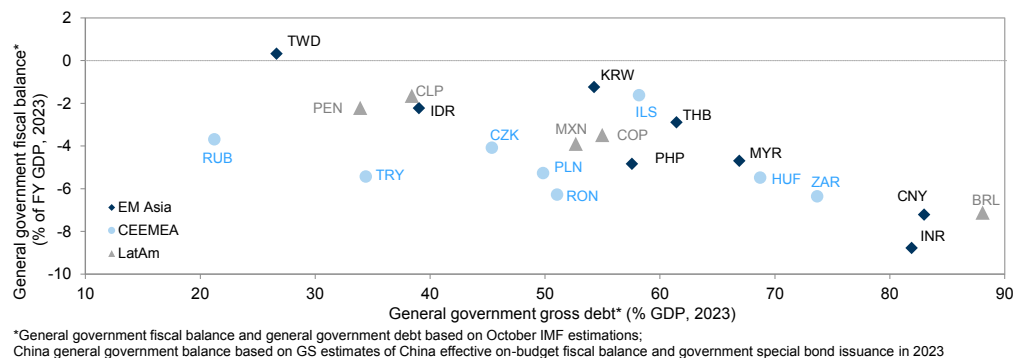
図表 10: 当社の予想では日銀の政策正常化ペースは市場の見方より緩やか



出所: 日銀, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

6. 世界的な高金利と不確実性上昇にもかかわらず、インドの好況は続く見込み。インドは現在、人口動態の追い風、改革のモメンタム、そして外的ショックに対する比較的低い感応度という好条件が重なり、経済にとって僥倖となるべき10年の最中にある。対外安定性の改善は、流入に転じ始めた証券投資(インドのグローバルな債券指数への採用が6月に予定されている)、直接投資流入の可能性(アジア地域のサプライチェーン多角化と国内の生産施設に対する投資補助金の恩恵を受ける見込み)、6,000億ドル近い外貨準備などによるものだ。目先の主な問題としては、供給面の制約(最近の食品価格変動、輸送と生産のボトルネックなど)、2024年第2四半期の総選挙を前にした政治的不確実性、そして(おそらく総選挙後に)計画されている財政引き締めが挙げられる(図表 11 参照)。圧倒的多数の投資家は国レベルでの政治の現状維持を予想しているが、立場の異なる野党の新たな連合が合計で下院の4分の1強の議席を有しており、少なくとも幾分かは選挙のダイナミクスに影響を及ぼす可能性がある。政治/マクロ政策全般の安定と少なくともある程度の改革進展を前提に、当社はインド経済が年率6%もしくはそれ以上の成長を引き続き達成できるとみている。しかし、供給制約によりインフレ率が引き続き目標をやや上回る見通しであることから、インド準備銀行(RBI)は2025年序盤までのレポレートを引き下げ幅を(コンセンサス予想を下回る)50bpにとどめ、6%とすると予想する。当社の株式ストラテジストは最近、高いバリュエーションと低いインプライドボラティリティ、そして選挙前の不確実性を理由に、短期プットを通じたヘッジを推奨した。

図表 11: 一般政府赤字の観点ではインドはアジア地域/新興国でやや例外的

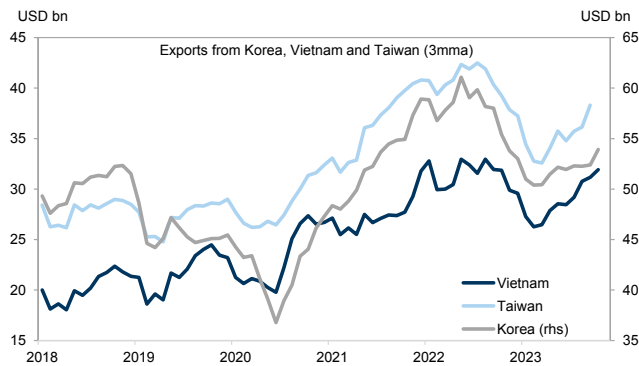


出所：国際通貨基金，ハーバーアナリティクス，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

7. インドネシアはインドと一部共通する追い風を受けているが、外的ショックへの感応度が高い。インドネシアは今後数年間、5%近い成長を達成できると当社はみている。人口動態から労働力人口増加が続くと予想され、ジョコウィ政権の経済改革(大規模な労働市場改革、創造的アプローチによる国内の鉱物資源セクターの高付加価値向上促進など)は一定の進展を見せている。インドネシアの政治システムではコンセンサスが重視されるため、市場参加者は概して2024年2月の総選挙後もある程度の政策の継続性を予想している。財政政策は保守的だが、新政権はインフラ支出と成長の中期目標を達成するため、歳入改革に再び重点を置く必要があるだろう。インドネシアは対外資金調達への依存度が高く、そのため世界の金利と米ドルに対する感応度が高いことから、中央銀行は先頃、長らく休止していた利上げを再開しており、2024年の積極的利下げの可能性は排除されたようだ。フィリピンはインドネシアに比べ、潜在成長率は高いが、足元はマクロの不均衡の制約がさらに大きい。アジア新興国で最大の経常収支赤字(過去1年は対GDP比3.4%)と最高のインフレ率(前年比6.1%)を抱え、フィリピン中央銀行は緊急会合で利上げを決めたばかりだ。民間投資の回復は2024年の成長を後押しするとみられるが、対外安定性と物価安定に引き続き圧力をかけ、金融引き締めの継続を促す可能性がある。

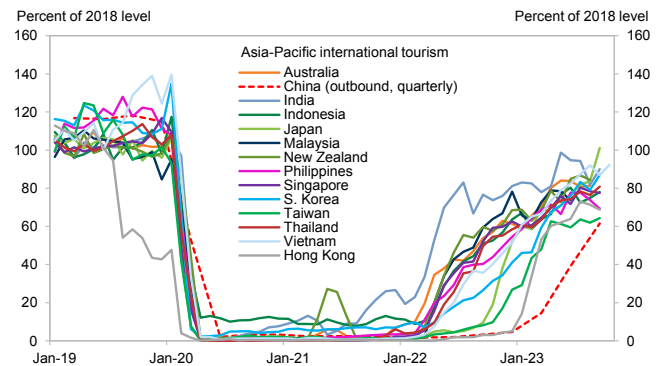
8. アジアの輸出主導型の国では、テクノロジー・セクターの好転と旅行業界の正常化を背景に成長率がわずかに上向き見通しである。アジアの輸出主導型の開放経済国の大半では、世界貿易の低迷と世界の金融環境のタイト化を背景に2023年の成長率はトレンドを下回る水準にとどまっていた。2024年の見通しは、(わずかながら)明るさを増している。韓国、台湾、ベトナムでは、ここ数ヵ月、輸出と製造業(特に半導体とエレクトロニクス)が回復しており(図表 12)、一部の代表的な企業は2024年の予想を引き上げている。もっとも、この輸出の回復の芽が様々なセクターや国に広がる兆しはこれまでのところみられない。また、タイとベトナムで特に顕著だがこれらの国に限らずいくつかの東南アジアの国では、国外からの観光客の緩やかな回復傾向が続いている—ただしまだコロナ前の水準まで完全に回復しているわけではない(図表 13)—ことも明るい兆候だ。当社は、こうした傾向により特に恩恵を受ける韓国ウォンとタイバーツが新興国通貨のなかでは相対的にアウトパフォームすると予想している。金利上昇と若干の財政引き締めを踏まえると、多くの輸出主導型の国で国内消費は低迷する可能性が高い(特に韓国、台湾、マレーシア)。

図表 12: アジアのテクノロジー製品生産国の一部では輸出が回復



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

図表 13: アジア・太平洋地域では観光業の正常化が続く



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

9. オーストラリアとニュージーランドでは、成長率はトレンドをわずかながら下回り、デysinフレ傾向がさらに進み、金融緩和は遅れると予想する。オーストラリアの成長率は2023年半ばまで底堅さを維持しており、実質家計所得の増加、住宅市場の拡大、企業の積極的な投資意欲が来年にかけての小幅の成長を下支えすることになる。最近の経済統計の改善とサービス価格がなお高止まりしていることが11月7日のオーストラリア準備銀行(RBA)による利上げの決定につながったが、当社は、これが今サイクル最後の利上げになると考えている。労働市場の緩やかな軟化と貿易財のデysinフレの進行が貢献して、インフレ率は2024年末までにRBAの目標レンジの上限をころうじて下回る水準まで低下することになる。ニュージーランドではFRBにかなり先行する形で金融引き締めが行われてきたが、2023年のテクニカル・リセッション入りを回避できており、当社は成長の下振れリスクは後退していると考え。新たに発足した国民党主導の連立政権は減税を掲げており、これを反映して2024年初頭にかけて財政政策は緩和的となり、金利リスクは引き続き上方に傾斜することになる。

10. アジア経済に関する見通しの詳細は、当社のリサーチ・ポータルで閲覧可能。後続の表は、2024年の成長率、インフレ率、政策金利に関する当社の予測をまとめたものだが、より詳細かつ包括的な予測は、当社のリサーチ・ポータルに掲載されている(主要データの2034年までの詳細にわたる予測については、当社のマクロデータ・ビューワーを利用されたい)。また、グローバルな展望を総括したレポートを含め、国別の直近の見通しをまとめたレポートは、2024 economics outlook page(2024年の経済見通しページ)を参照されたい。

図表 14: 実質GDP成長率予測

## Real GDP Growth (year-over-year)

	2022	2023		2024		Potential Growth (2023)
		GS	Consensus	GS	Consensus	
<b>Asia ex-Japan</b>	3.7	4.9	4.7	4.7	4.5	
China	3.0	5.3	5.2	4.8	4.5	4.2
India	6.7	6.4	5.9	6.3	6.2	6.1
South Korea	2.6	1.5	1.3	2.3	2.1	2.5
Hong Kong	-3.5	3.4	3.9	3.6	3.0	2.8
Taiwan	2.4	1.2	1.0	2.5	2.9	2.5
<b>ASEAN</b>	5.7	4.1	4.0	4.5	4.7	
Singapore	3.6	0.8	1.0	2.1	2.5	2.2
Malaysia	8.7	4.3	4.0	4.3	4.5	4.3
Thailand	2.6	2.8	3.0	3.4	3.6	2.6
Indonesia	5.3	5.0	5.0	5.0	5.0	4.8
Philippines	7.6	5.5	5.0	5.9	5.8	6.1
Vietnam	8.0	4.7	4.7	6.0	6.3	6.5
Japan	1.0	1.9	1.9	1.5	1.0	0.9
Australia	3.7	2.0	1.7	1.8	1.3	2.6
New Zealand	2.7	1.6	1.2	1.7	1.5	2.4
USA	1.9	2.4	2.3	2.1	1.0	1.8
Euro area	3.4	0.5	0.5	0.9	0.7	1.1

Note: All forecasts are calculated on calendar year basis. Bloomberg FY forecasts used for India consensus when quarterly figure not available, Consensus Economics forecasts are used for Australia and New Zealand Consensus  
Source: Bloomberg, Consensus Economics, Goldman Sachs Global Investment Research.

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



図表 15: CPIインフレ率予測

## Consumer Prices (year-over-year)

	2022	2023		2024		Inflation Target/Range
		GS	Consensus	GS	Consensus	
<b>Asia ex-Japan</b>	3.1	1.7	1.8	2.1	2.3	
China	2.0	0.3	0.5	1.3	1.8	3.0^
India	6.7	5.7	5.6	5.0	4.7	2.0-6.0
South Korea	5.1	3.5	3.5	2.8	2.3	2.0
Hong Kong	1.9	2.0	2.0	2.5	2.1	-
Taiwan	2.9	2.4	2.2	1.7	1.6	0.0-2.0
<b>ASEAN</b>	4.7	3.6	3.7	2.9	2.8	
Singapore	6.1	4.8	4.9	3.1	3.2	-
Malaysia	3.4	2.6	2.8	2.9	2.5	-
Thailand	6.1	1.3	1.8	1.1	1.9	1.0-3.0
Indonesia	4.2	3.7	3.7	2.8	2.9	1.5-3.5
Philippines	5.8	6.2	5.9	4.2	3.4	2.0-4.0
Vietnam	3.2	3.1	3.1	3.5	3.1	4.0
Japan	2.5	3.2	3.1	3.1	1.9	2.0
Australia	6.6	5.8	5.6	3.7	3.4	2.0-3.0
New Zealand	7.2	5.9	5.7	3.6	3.2	1.0-3.0
USA	8.0	4.1	4.2	2.9	2.7	2.0
Euro area	8.4	5.5	5.6	2.7	2.7	2.0

^We see the "target" as the upper bound of the desirable range.

Note: 1.All forecasts are calculated on calendar year basis. Bloomberg FY forecasts used for India consensus when quarterly figure not available

2.Regional inflation figures are GDP-weighted averages

Source: Central banks, Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research.

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

図表 16: 政策金利予測

## Policy Interest Rates (percent)

	Current	2023		2024				
	8-Nov	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	2024 4Q consensus
<b>Asia ex-Japan</b>								
China	1.80	1.80	1.70	1.70	1.70	1.70	1.60	-
India	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.25	5.90
South Korea	3.50	3.50	3.50	3.50	3.25	3.25	3.00	2.75
Hong Kong	-	-	-	-	-	-	-	-
Taiwan	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.75	1.70
<b>ASEAN</b>								
Singapore	-	-	-	-	-	-	-	-
Malaysia	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.95
Thailand	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25
Indonesia	6.00	5.75	6.25	6.25	6.25	6.25	6.00	5.10
Philippines^	6.50	6.25	6.75	6.75	6.75	6.75	6.50	5.40
Vietnam	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.20
Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.00
Australia	4.35	4.10	4.35	4.35	4.35	4.35	4.10	3.80
New Zealand	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	4.85
USA	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.13	4.45
Euro area	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	3.75	3.50	3.75

Policy interest rates: China: 7-day OMO rate, India: repo rate; Korea: 7-day repo; Malaysia: overnight policy rate; Thailand: 1-day repo, Philippines: repo rate, Indonesia: 7-day reverse repo rate, Taiwan: rediscount rate; Vietnam: re-financing rate; USA: Fed funds effective rate; Euro Area: Deposit facility rate; Japan: Short-term policy rate.

^Starting from 2016 Q2, we forecast the overnight reverse repurchase facility (RRP) rate after BSP shifted to the IRC system.

We interpret this change as a purely operational change, not as a change in policy stance  
Source: Haver Analytics, Wind, Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research.

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、アンドリュー・ティルトンは、ここに本レポートで表明された全ての見解が、私個人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力の際には、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力の際には、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](mailto: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](mailto: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をご入力の際には、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](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SFSÅ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/l/fia-uniform-futures-and-options-on-futures-risk-disclosures-booklet-pdf-version-2018>を通じて入手可能なオプションおよび先物に関する最新の開示資料をよくお読みください。オプションの買いと売りを組み合わせるスプレッドなどのオプション戦略では取引コストがかなり高くなる場合があります。関連資料をご希望の方はお申しつけください。

**グローバル・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)に関する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。