

# アジア Views: 2025年見通し - 米中貿易戦争第2幕への備え

## GS MACRO OUTLOOK 2025

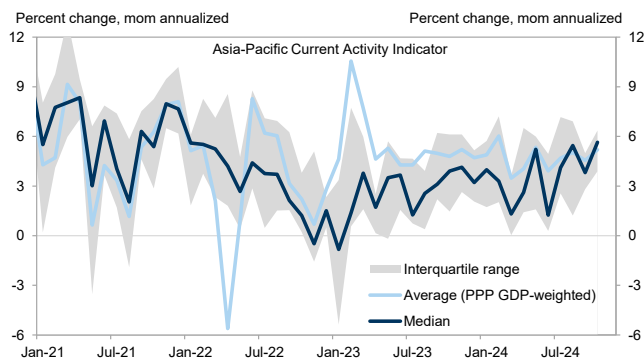
Explore >

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

1. 昨年のアジア経済見通しでは、「歴史的に、アジア経済と市場は中国の成長が力強く、FRBの政策が緩和的だったときに恩恵を受けてきた」と指摘した。2024年には、そのどちらも当てはまらなかった。それでも、中国からの幅広く力強い輸出、韓国、台湾、マレーシア、ベトナム経由でのハイテク・半導体輸出の急増、いくつかの新興アジア経済における健全な内需成長など、今年は好調な年となった。最近の高頻度データは、中国が政策支援を開始し、FRBの利下げサイクルが進行する中で、やや力強くなっている(図表 1)。また、ほとんどの経済にとって原油価格の下落もプラス材料となっている。2025年には、中国からのさらなる財政緩和とFRBの利下げが予想されるが、一方で、ドナルド・トランプ氏が米国大統領に再選されたことで貿易・関税の不確実性が高まっており、米ドル高が長引けば新興アジアの金融緩和を制約する可能性があるなど、明らかな逆風も存在する。

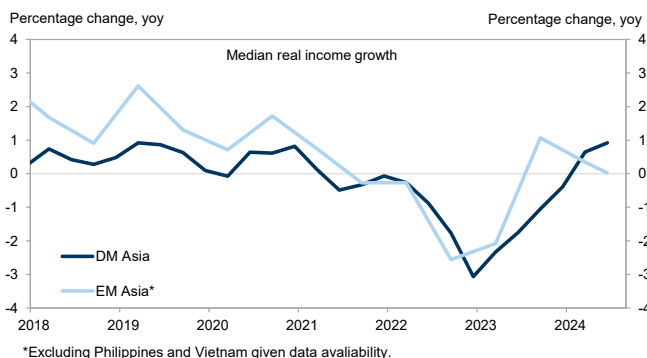
2. 2025年には、新興アジアの成長は緩やかに減速し、中国では内需へのシフトが見込まれるが、いくつかの先進国では回復が見込まれる。特に中国からの輸出は、トランプ政権が中国製品に対する平均関税を20%引き上げると予想されることから、地域全体で減速する可能性がある。インドは、長期的な成長見通しは堅調であるものの、財政緊縮の真っ只中にある。ASEANはより安定しており、ベトナム等は、米国の関税に直面することなく貿易の再配分から恩恵を受けることができれば、減速傾向に逆らう可能性がある。国内的には、実質所得の変化が成長予測の重要な要因となっている。2022年のインフレ急騰は、先進国よりも新興国（特に中国）で早く落ち着いたが、景気刺激策が不足していたため、新興国では余剰生産能力が多く、賃金の伸びも全般的に弱かった。その結果、最近ではアジア太平洋地域の中堅先進国における実質所得の伸びが、中堅新興国を上回っている(図表 2)。2024年の一部または全部で低成長を記録した主要先進国（日本、オーストラリア、ニュージーランド）は、インフレがさらに減速し、実質賃金の伸びと消費が増加するにつれて、2025年には内需とGDP成長が改善する可能性が高い。

図表 1: 最近数ヶ月で地域の成長データは上向いている



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

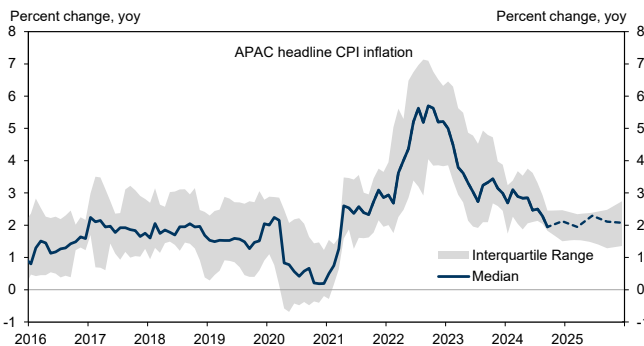
図表 2: 中堅アジア先進国では実質賃金の伸びが最近加速しているが、中堅新興国では減速している



出所: CEIC, 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  
\*Excluding Philippines and Vietnam given data availability.

3. インフレ圧力は低下しており、低水準にとどまると予想される(図表 3)。原油価格は、当社のコモディティストラテジストの予想レンジ (70~85ドル/バレル) の下限に近づいているが、短期的にはイランの供給途絶の可能性、中期的には他の地域で依然として大きな余剰生産能力があることなど、双方に大きなリスクがある。一部の国では、ここ数ヶ月、食料価格が著しく上昇しているが、これは一時的な現象である可能性が高い。最近の価格上昇の一部は悪天候に関連している可能性があり、太平洋気候サイクルの好ましい「ラニーニャ」現象が近づいているように見え、インドは15ヶ月間の禁止措置の後、最近米の輸出を再開した。コアインフレについては、関税が課された場合、中国の余剰生産能力が地域市場に再配分されるリスクがある一方で、高所得国ではサービス価格がコロナ禍の高水準から減速し続けている。明らかな例外は、政策立案者が意図的に賃金とサービス価格のインフレ圧力を高めている日本(後述)だ。

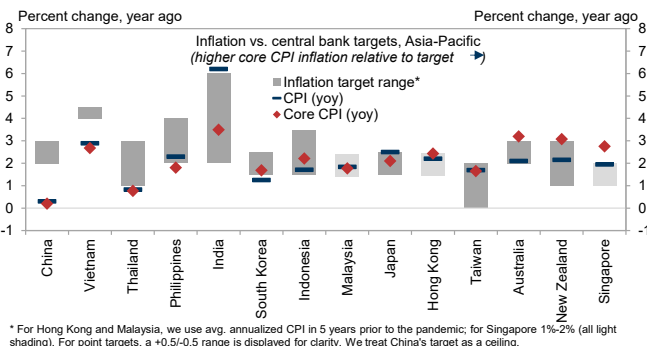
図表 3: アジアではインフレ圧力が低下し続けている...



点線はGSの予測値

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 4: ...そして主要なインフレ指標は概ね目標値に戻っているか、下回っている



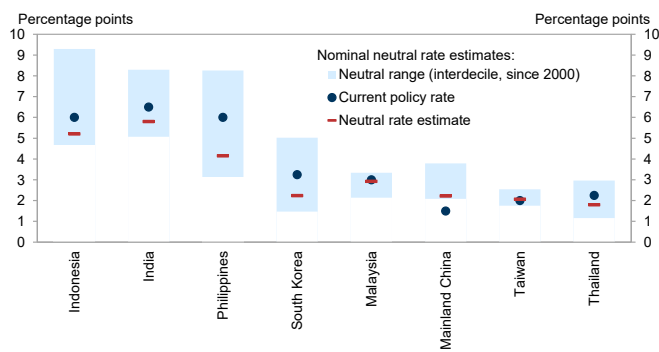
\* For Hong Kong and Malaysia, we use avg. annualized CPI in 5 years prior to the pandemic; for Singapore 1%-2% (all light shading). For point targets, a +0.5/-0.5 range is displayed for clarity. We treat China's target as a ceiling.

出所: CEIC, 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

4. 金融緩和は慎重に進められる可能性が高い(日本を除く)。インフレ率は、地域の大部分で目標水準でないし目標を下回る水準まで低下しており(図表 4)、残りの地域でも低下している。当社独自の機械学習モデルによる推計では、ほとんどの国で政策金利が中立金利を依然として上回っている(図表 5)。対外収支は概ね良好で、FRBは利下げを開始しており、これにより、地域全体でより広範な利下げが可能になった。しかし、

2025年初頭の米国の関税引き上げによって支えられる可能性が高い強い米ドルは、安定した為替レートを目標とする国々にとって状況を複雑にする。当社は、地域全体で広範囲にわたるが比較的浅く緩やかな金融緩和サイクルを予想している(図表 6)。以前の予測と比較し、台湾とインドネシアでは25bp、フィリピンでは50bp分の利下げを予想から削った。また、インドでは依然として高止まりしている食品インフレのため、利下げの予想を2025年初頭に先送りした。

図表 5: 新興国アジアのほとんどの国で中立金利を上回っている政策金利



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

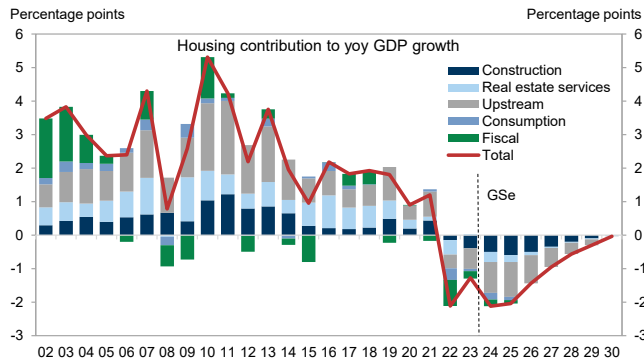
図表 6: アジアでは広範囲にわたるが比較的浅い利下げサイクルを予想

	Policy rates - actual and forecast							
	2024				2025			
	Q1	Q2	Q3	Q4F	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F
US			-50bp	-50bp	-50bp	-25bp	-25bp	
Euro area		-25bp	-25bp	-50bp	-50bp	-50bp	-25bp	
Japan	+10bp		+15bp		+25bp		+25bp	
China			-30bp					-20bp
India					-25bp	-25bp		
Indonesia		+25bp	-25bp	-25bp	-25bp			
Malaysia								
Philippines			-25bp	-50bp	-25bp	-25bp	-25bp	
Korea				-25bp	-25bp	-25bp	-25bp	-25bp
Taiwan	+12.5bp				-12.5bp		-12.5bp	
Thailand				-25bp	-25bp			
Australia					-25bp	-25bp	-25bp	-35bp
New Zealand			-25bp	-100bp	-50bp	-50bp	-25bp	

出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

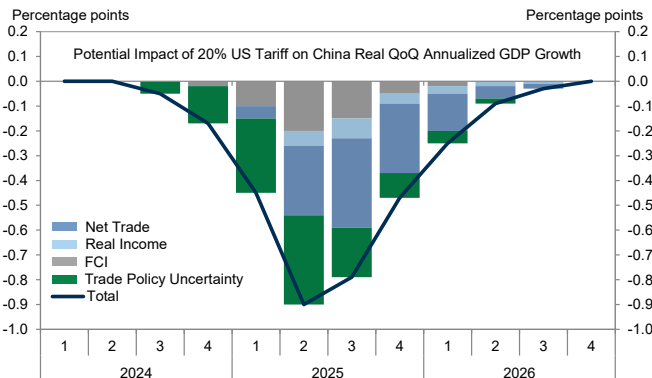
5. 関税と政策支援の組み合わせにより、2025年の中国の成長は(住宅を除く)内需に向かうだろう。中国では住宅不況による活動への足かせは依然として大きい、今後数年で住宅投資からの押し下げ圧力は徐々に縮小する見込だ(図表 7)。実質輸出は現在の2桁成長から減速することは確実と思われるが、米国の関税引き上げに先立ち、企業が出荷を前倒ししようとするため、今後数ヶ月間は力強さが続く可能性がある。当社は、中国製品に対する米国の平均関税が20%引き上げられると(当社のベースラインの前提)、中国のGDPは約70bp減少すると推計している(図表 8)。このうち、人民元安(関税賦課後、USDCNYは7.40~7.50に推移すると想定)によって一部相殺される可能性があるが、2018~19年と比較して、より弱い出発点を考えると、政策当局のさらなる人民元安に対する許容度は低いかもしれない。財政政策は追加的な(部分的な)相殺効果をもたらすはずである。当社は、2025年には中国の「拡大財政赤字」がGDP比13%に上昇すると予想しており(図表 9)、これは実質GDP成長率が目標に近づくために不可欠であると考えている(今年の目標である5%から少し引き下げられると仮定しても)。総合的に見て、これらの要因は中国の経済活動の構成を大きく変化させるとみられる(図表 10)。長期的には、中国の最高指導部は依然として技術の進歩と製造業の高度化に重点を置いているようで、地方政府(および潜在的には家計)への支援は、それ自体が目的というよりも、短期的な社会的・経済的圧力を緩和するための手段と見なしているようだ。

図表 7: 2025年も中国経済の成長を大きく阻害する住宅不況



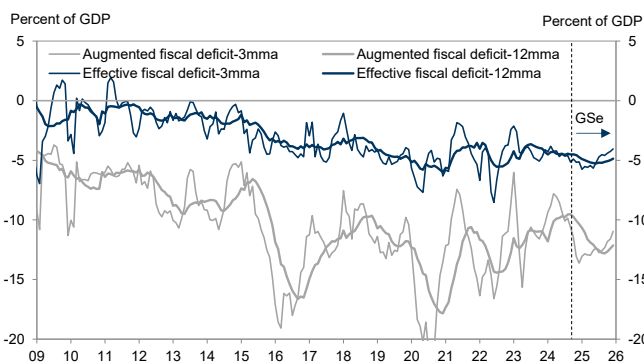
出所: ハーバーアナリティクス, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 8: 2025年の逆風となる関税と貿易の不確実性



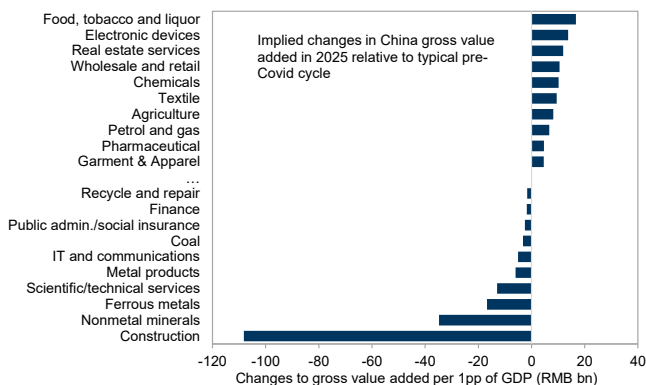
出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 9: 中国: 2025年に財政支援を強化する



出所: CEIC, Wind, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

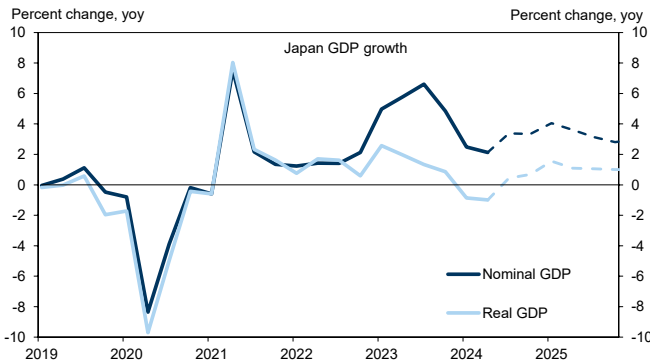
図表 10: 変化する中国の成長構成



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

6. 日本の経済は、リフレ実験の重要な段階にある。実質賃金が物価よりも速く上昇しているため、2025年の実質経済成長率は1%を上回る予想だ（他の国々と同様に、米国の関税はリスクだ。当社推計では、自動車に10%の関税が課せられた場合、日本の対米自動車輸出は約10%減少し、GDPは約0.1~0.2ポイント低下する）。政策は依然として景気刺激的である。金融環境は依然として緩和的であり、最近の選挙で与党自民党が議席を多く失ったこともあり、財政再建の余地は限られている（米国の新政権から国防費増額の圧力がかかる可能性があることも要因の一つ）。2021~22年にインフレ上昇をけん引した輸入価格圧力が弱まっているため、リフレーションを持続させるためには、国内賃金とサービス価格の間に好循環が確立されることが重要だ。日本の個人消費成長率は長期平均で約0.5~0.7%だが、実質所得環境が改善するため、2025年の消費の伸びは1%を超えると予想される。日銀の緩やかな正常化は、年2回の25bpの利上げのペースで継続し、次回の利上げは1月になると予想される。

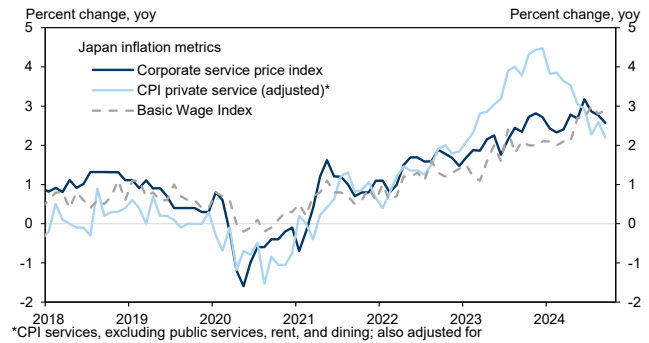
図表 11: 日本では緩やかなプラス成長が続く



点線はGSの予測値

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

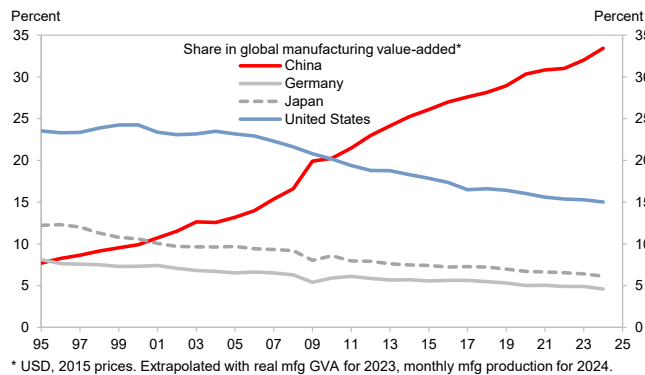
図表 12: 賃金/サービス価格のフィードバックループは現在のペースに近い水準で維持されなければならない



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

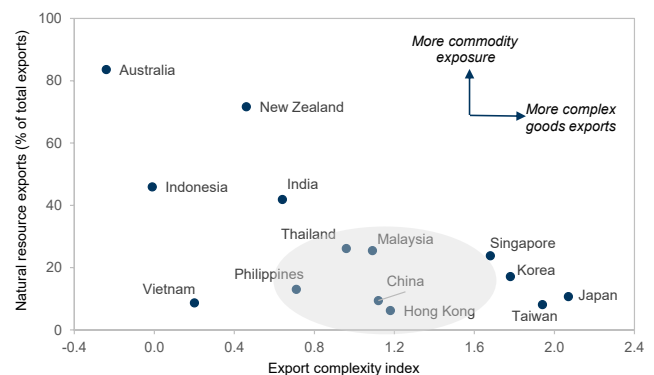
7. アジア太平洋地域の小規模輸出経済は、今年、大きく異なるパフォーマンスを示している（当社のCurrent Activity Indicatorsは0~10%の範囲で推移している）。政策当局者は、中国からの輸入増加（および中国との輸出競争）を課題として頻繁に挙げている。中国は過去20年間で着実に世界の製造業シェアを獲得しており（図表 13）、多くの分野で依然として最も低コストの生産国だ。米国の関税は、中国の地域輸出競争国の一部が米国に輸出する新たな機会を提供すると同時に、米国以外の市場の商品価格にさらなる下押し圧力を与える可能性もある。中国とは差別化された輸出国（図表 14）については、重要な一次産品輸出国としての役割（例：オーストラリア）や高付加価値製品への特化（例：韓国/台湾）のいずれかを通じて、比較的良好な見通しを持っている。低/中技術の製造業製品で中国との重複が多い国（ベトナム、フィリピン、そしてある程度はタイ、マレーシア）は、バランスを取る必要がある。中国からの貿易移転の恩恵を受ける可能性もあるが、中国からの輸出によるデフレ圧力が強まることで打撃を受ける可能性もある。また、特に米国との二国間貿易黒字がさらに拡大した場合、米国の関税に直面するリスクもある。

図表 13: 中国は世界の全財の約3分の1を製造している



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, 国連

図表 14: 低~中技術の製造業輸出業者は中国との重複が最も大きい



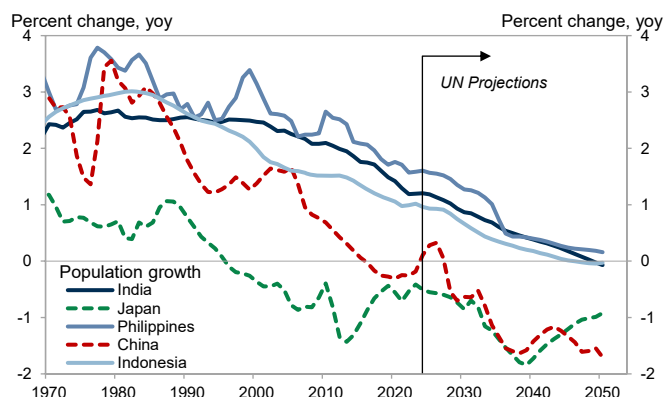
出所: UNCTAD, OEC, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

8. インド、インドネシア、フィリピンは、人口動態が良好で（図表 15）、キャッチアップの余地が大きい（一人当たり所得水準が低い）ことから、成長見通しが最も明るい



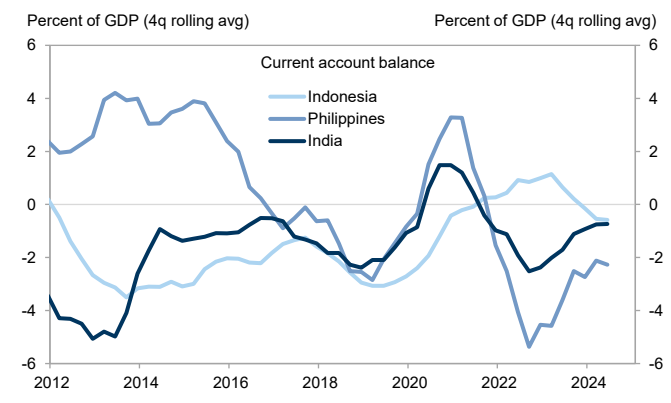
(今後数年間で5~6.5%)。特にインドは、数年前と比べても世界的なショックに対する耐性が高まっている。経済規模は現在、日本のほぼ同等（現在の為替レートでGDP3.6兆ドル）、経常収支赤字は軽微（GDP比約1%、2014年の「テーパータントラム」以前は4~5%）、外貨準備高は潤沢（6,000億ドル超）、サプライチェーンの移転による構造的なFDI流入の恩恵を受けている。インドネシアもこれらの特徴の一部（1.4兆ドルの経済規模、同様に低い経常収支赤字、さらに厳格な財政規律による低い債務）を備えているが、他の特徴（例えば、より限られた外貨準備高）は備えていない。フィリピン経済はより小規模で、対外ポジションは過去10年間で黒字から赤字に転じている（図表16）。そのため、以前よりも世界的な変化に対してやや敏感になっている可能性がある。インドは、国内政策の柔軟性が高いにもかかわらず、財政健全化と信用成長の減速（RBIの積極的な規制による部分もある）を継続しており、来年の成長率はコンセンサスを下回る6.3%と予想している。一方、インドネシアの新政権は、ダウンストリーミセグ（インドネシアの豊富な天然資源の国内での精製・加工）の拡大や、場合によっては財政赤字の拡大により、成長率を5%を大きく上回る水準に押し上げることを目標としている。フィリピンの成長は、インフレ率の低下と2025年の実質所得の緩やかな加速の恩恵を受けるはずである。

図表 15: インド、インドネシア、フィリピンは人口動態が良好



出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部、国連

図表 16: 経常収支赤字は比較的小さく



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

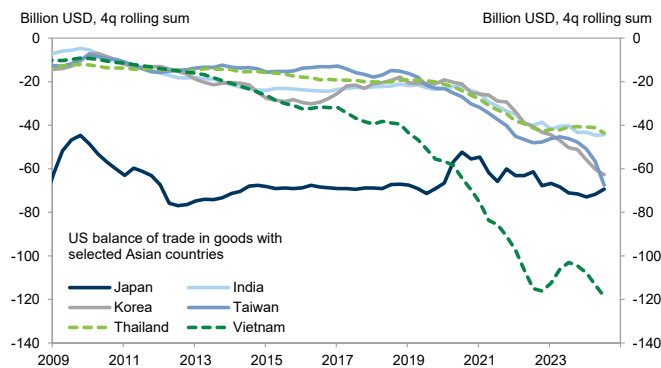
9. 米国の関税（いつ、どの程度、どの国に対して）は、2025年のアジアにとって最も重要な「既知の未知数」。当社のベースライン予測では、米国の対中輸輸入品に平均20%の追加関税が課されると想定しているが、他のシナリオも容易に想定できる。

- **米中間の交渉「ディール」**。中国は最終的に、2020年の「第1段階」貿易協定で想定されていた米国製品の全セットを購入することはなかったが、別の合意はまだ可能である。例えば、中国が購入を再約束する（ただし、米国の関税は遵守されるまで高いままである可能性が高い）、人民元がさらに増価する、中国が地政学的課題（例えば、ウクライナ）の解決に協力する、などの組み合わせによって、緊張緩和が促される可能性がある。その結果、米ドルの下落が早まり/加速し、アジア地域の金融政策が緩和され、関税引き下げや貿易不確実性の低下による成長上振れリスクが高まる可能性がある。しかし、2025年にこの結果が起こる可能性は低いと考えている。
- **エスカレートする貿易紛争**。逆に、米国が当初の予想よりも大きな関税を課したり、中国が積極的に報復する場合（例えば、レア・アース素材の輸出を大幅に制

限、中国で事業を展開する米国企業に多額のコストを課す)、米中間の二国間貿易紛争は激化し、双方にとってより損害が大きくなる可能性がある。いずれの場合も、アジア地域および世界の成長は弱まる。おそらく、中国の政策担当者は、エスカレーションを引き起こさないような方法で報復するインセンティブを持つだろうが、誤算の余地は常にある。

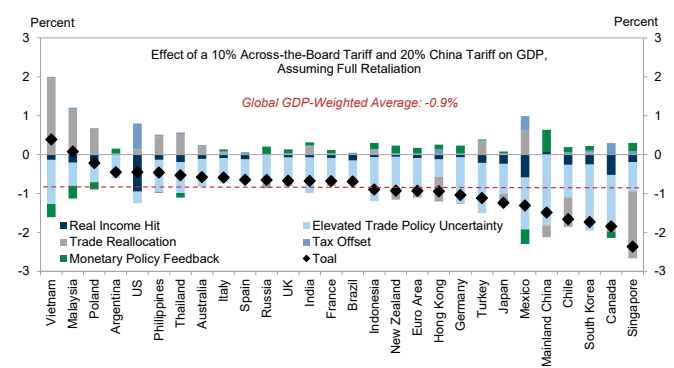
- **より広範な地域的または世界的な関税。** 新政権は、他の大きな二国間貿易赤字をターゲットにすることを決定する可能性があり、その多くはアジア諸国とのものだ。ベトナム、韓国、台湾は、近年、米国との貿易で最も大きな伸びを記録している(図表 17)。関税の脅威は、対象となる国々の株式や為替に重しとなる可能性があり、関税の賦課は、もちろん、輸出と成長を打撃するだろう。より小規模で輸出志向のアジア諸国は、中国よりも関税に対してはるかに脆弱だ。これらの国々の輸出は全体として(特に米国への輸出は)、中国のGDPシェアの2~3倍に相当するからだ。もちろん、トランプ政権は「モグラ叩き」的なアプローチではなく、他のすべての国に一律の関税を課す可能性もある。当社の米国およびグローバルエコノミストは、最近の分析で、潜在的な成長とインフレへの悪影響について説明している(図表 18)。当社は、世界的な関税を大きなリスク(40%の確率)と見ているが、ベースラインの想定ではない。いずれにせよ、これらは中国に特化したエスカレーションよりも、手続き上、実施に時間がかかると思われる。

図表 17: 新興アジア諸国における米国の貿易赤字の拡大



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 18: より広範な米国の関税による地域成長への大きな打撃



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

10. 当社のベースラインの市場見通しでは、ほとんどのアジア諸国で短期金利はわずかに低下するが、長期金利は上昇すると予想している(日本は例外で、金融政策の正常化が続く中で、短期金利と長期金利の両方が上昇すると見ている)。アジアの現地通貨建て債券は、緩和サイクルの浅さ、米ドル高、債券供給パイプラインの多さを背景に、困難な年を迎えるだろう。クレジットスプレッドはタイトだが、当社は概ね「より長く低い」状態が続くと予想している。米国の関税は特定の企業に特有の影響を与える可能性はあるが、中国(そしておそらくアジア)の米ドル建てクレジット指数のほとんどの企業は、米国の収益へのエクスポージャーが大きいから。株式については、当社のストラテジストは、割安なバリュエーションと政策当局の市場に対する明確な政策支援へのシフトを背景に、中国株式にはまだ上値があると見ている。為替については、関税(およびその脅威)が米ドル高を長引かせる可能性が高いと考えている。2025年初頭には米ドル/人民元が上昇し、他のアジア通貨もそれに追随して動くだろう。特に低利回りの輸出国はそう。とはいえ、米ドルの高水準、政府の借入需要の大きさ、米国の中立

# 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](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>でご覧いただけます。

## 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思われる現在の公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性に関する責任を負いません。本資料に記載された情報、意見、推定、予想等は全て本資料発行時点のものであり、事前の通知なしに変更される場合があります。当社は本資料中の情報を合理的な範囲で更新するようにしていますが、法令上の理由などにより、これができない場合があります。定期的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と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ものではなく、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.fiadocumentation.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の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、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

### © 2024 ゴールドマン・サックス

これらのサービスを通じてお客様に提供された情報は、個人的な利用を目的とした場合に限り、保存、表示、分析、修正、書式変更、及び印刷が認められています。ゴールドマン・サックスの明示的な書面による同意を得ずに、情報開示またはマーケティング用のいかなる指数の算出または構築もしくはその他のいかなるデリバティブ成果物または商品、データ、提供物の作成を目的とした、本情報の転売またはリバースエンジニアリングを行うことはできません。ゴールドマン・サックスの明示的な書面による同意を得ずに、本情報の全部もしくは一部を、フォーマットを問わず第三者に対して、発行、送信、または複製することは禁じられています。この制限には、本情報の全部もしくは一部を機械学習または人工知能(AI)システムのトレーニングやファインチューニングの目的で利用、抜粋、ダウンロード、取得すること、もしくは本情報の全部もしくは一部をそうしたあらゆるシステムに対するプロンプトまたはインプットとして提供または複製することを含みますが、これらに限定されるものではありません。