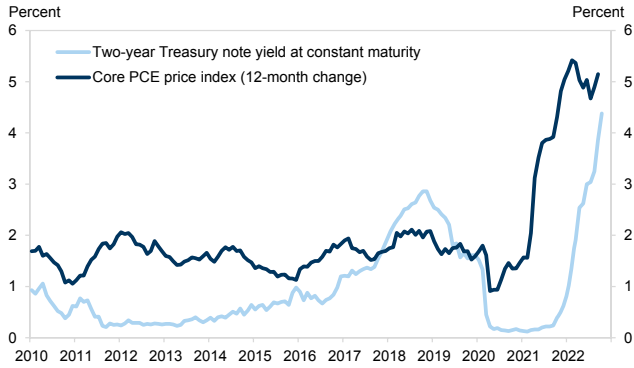


アジアViews: 2023年のアジア経済見通し: インフレはピークを打ち、成長は底打ち

1. 2022年はアジア(および世界)の金融市場にとって、激動の1年となっている。インフレ率の急上昇を受けて、世界中で金利が突然上昇に転じ、米国2年債利回りは過去1年間でおよそ400bp上昇した(図表1)。アジア太平洋地域の大半の国々は新型コロナウイルスの感染が落ち着いた後、再び国境を開放したが、中国はウイルス封じ込めを一段と強化し、経済活動を抑制している。ロシアによるウクライナ侵攻を受けて、世界の商品価格は高騰した。中国の習近平国家主席は第20回党大会で権力を固め、米中間の緊張は強まった。これらイベントの多くは同地域の資産価格を圧迫し、債券、株式、現地通貨はいずれも下落した(図表2)。こうした逆風や、世界成長率の大幅な減速にもかかわらず、アジア地域の大半(中国/香港を除く)で成長は依然としてトレンドを上回り、特にインドと東南アジアの経済活動は活発だった。

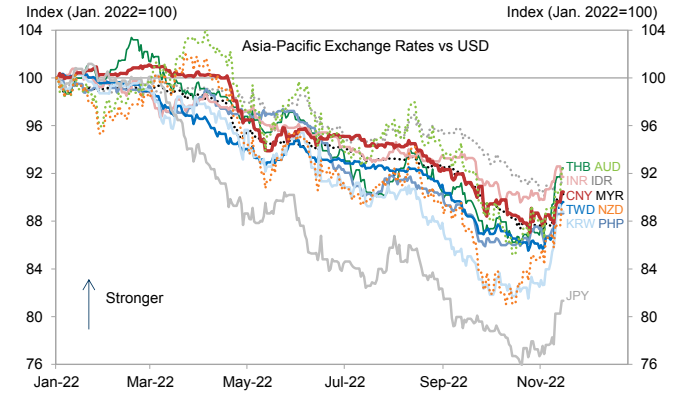
アンドリュー・ティルトン
+852-2978-1802 | andrew.tilton@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

図表 1: インフレ率と金利が急騰



出所: ハーバーアナリティクス

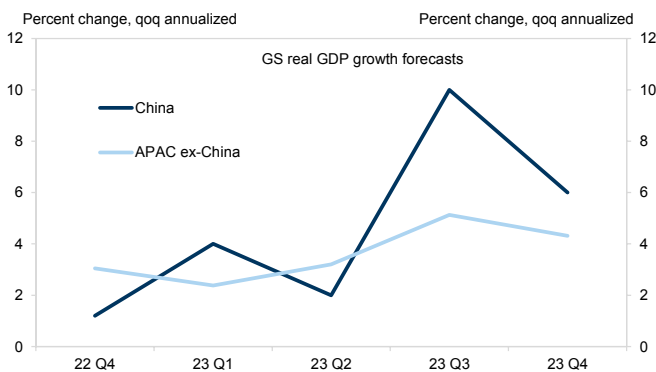
図表 2: 現地通貨は10月を通して急落



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

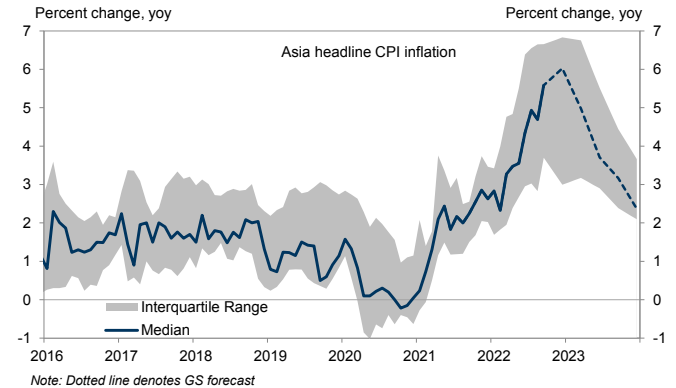
2. 2023年に目を向けると、アジア太平洋諸国の大半で、経済成長率は低調な出足となることが見込まれる。経済再開による押し上げ効果が薄れ、世界の製造サイクルが鈍化し、過去の金融引き締めが経済活動を抑制するためだ。こうした逆風が弱まり、中国の国境開放が始まれば、成長の再加速が予想される。当社の2023年GDP予想の大半は、全体としてコンセンサス予想をやや下回るが、下期の成長率、特に中国の成長率に関しては、強気な姿勢を強めている(図表3)。対照的に、インフレは落ち着きを取り戻す可能性が高い。商品価格の上昇が鈍化または反転し、現地通貨が安定化し、軟調な成長が国内物価圧力を抑制するためだ(図表4)。こうした環境を背景に、アジア太平洋の各国中銀は1Qまたは2Qに利上げを停止し、一部ではあるが、年後半に利下げを検討し始める国も出てくるだろう(成長率、インフレ率、金融政策に関する当社の最新の見解については、本レポート末尾の表を参照)。このように成長率の改善とインフレのトレードオフにより、2023年の各国資産市場に好影響をもたらす可能性がある。

図表 3: 足元の成長は軟調だが、2023年後半に改善



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: アジア地域のインフレ率はピークに近い

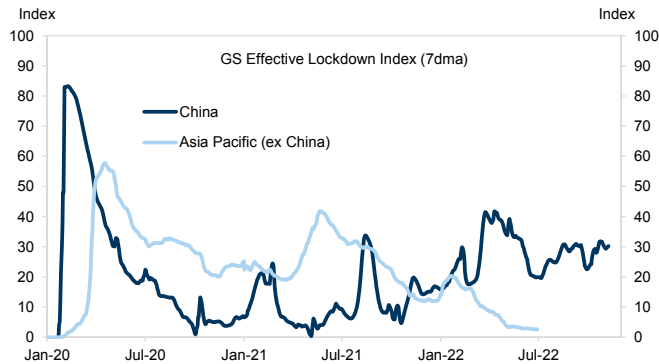


出所: ハーバーアナリティクス, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

3. 2023年が近づく中、中国経済は成長に関する3つの課題に直面している。第1に、ゼロコロナを目指す政策スタンスと、より感染力の強いオミクロン変異株の感染拡大が重なった結果、大規模な規制が導入されており、当社の実効ロックダウン指数(ELI)は30前後(2021年は平均10未満、図表5を参照)だが、日次感染者数は過去最高水準へと近づいている。第2に、不動産セクターの低迷は続いている。規制当局による信用管理によって、人口動態を理由とする不可避の景気下降局面が前倒しされ、民間デベロッパーの事業継続能力に不透明感が生じ、販売と建設を押し下げているためだ(図表6)。第3に、

パンデミック期における中国の輸出ブームは明らかに終息している。中国の貿易黒字は7月に1,000億米ドル超(史上最高額)となったものの、輸出は前年比で若干減少しており、今後低迷する可能性が高い。上述したこれらの要因が、公式のGDP成長率(2022年全体で3%になる見通し)を押し下げ、労働市場の大規模なスラックに寄与している。実際、若者(16-24歳)の失業率は17.9%と、コロナ禍前の水準の2倍近くに達している。

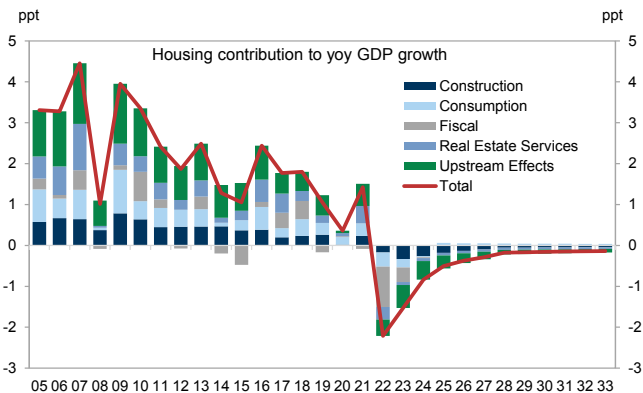
図表 5: 中国のコロナ規制は依然として厳格



Last accessed: July 3, 2022

出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部, University of Oxford (covidtracker.bsg.ox.ac.uk), Google LLC “Google COVID-19 Community Mobility Reports”, Wind

図表 6: 2023年年以降、不動産セクターによる中国経済への抑制は和らぐ見通し



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

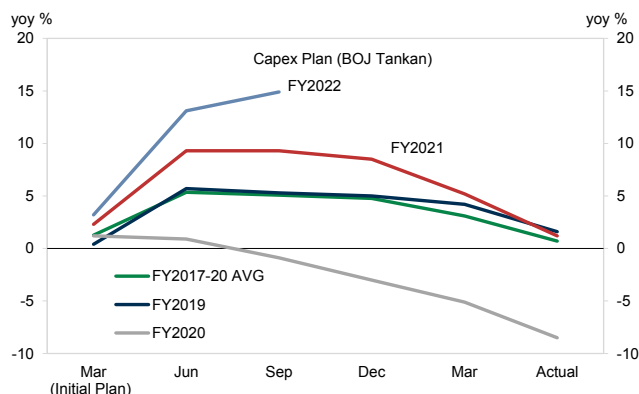
4. こうした中、中国の政策決定者は政策を「転換」し始めている。10月に開催された中国共産党第20回党大会後、多くの市場関係者は、成長よりも他の政策目標が優先されることを懸念している(詳細については後述)。だが、共産党指導部の優先順位が変化したとしても、直近の10月マクロデータが示唆するように、非常に軟調な経済は最終的に社会を不安定化させ、他の目標をリスクに晒す可能性がある。政策決定者はすでに、新型コロナ対策の調整を公表している。劇的な変化はないものの、より大規模な国境開放に向けた動きが2023年に取られる可能性を示唆する、歓迎すべき兆候だと言えよう。当社は中国がゼロコロナ政策を、早ければ3月の「2つのセッション」直後に緩和し始めると予想するが、国境の再開には数四半期を要し、感染者数が再び大幅に増加すれば停止される公算が大きい。同様に、政策決定者が打ち出した、不動産セクターに関する新たな支援策は、デフォルトリスクを解消するものではないが、短期的な資金繰り圧力を和らげ、12月の中央経済工作会議と2つのセッションでさらなる対策を検討する時間を稼ぐものとなるだろう。2023年にかけて経済を下支えする広範なマクロ政策が続くとみられるが、成長率が改善すれば、幾分縮小されるだろう。当社は国境の再開、不動産取引の減少ペースの鈍化、世界の財サイクルの回復が相まって、中国のGDP成長率は上期のトレンドを大きく下回る水準(年率3%)から、下期のトレンドを大きく上回る水準(8%)へと上昇する可能性があると考えている。

5. 今年、米中間の緊張は高まった。中国は表面上は米国によるロシア制裁を遵守していたものの、ロシアと中国の「無制限」の協力関係と、ロシア産商品の輸入拡大は米国の政府高官を苛立たせた。中国の視点に立つと、米国のナンシー・ペロシ下院議長による8月の台湾訪問は、重大な「レッドライン」を踏み越えるものだった。第20回党大会の直前に、米国は先端半導体や、それを製造するのに必要な装置およびソフトウェアの輸出規制を課した。これは、中国が掲げる技術発展目標に対する潜在的打撃となり、成長を大きく妨げる可能性がある。第20回党大会における習近平国家主席の権力基盤の強

化、「安全保障」の強調、台湾をますます重視する姿勢は、米国の懸念を煽った。中国と米国の政策決定者は、信頼の欠如が原因となって、両者にとって最適な結果とは最終的にかけ離れた結果を生むという、古典的な「囚人のジレンマ」にますます陥っているように見える。こうした状況に対し、インドネシアのバリ島で開催されたG20サミットでの習近平主席とバイデン大統領との今週の会談では、両者が衝突を回避し、実務レベルの外交交流の再開を示唆するなど、予想を超える内容だった。

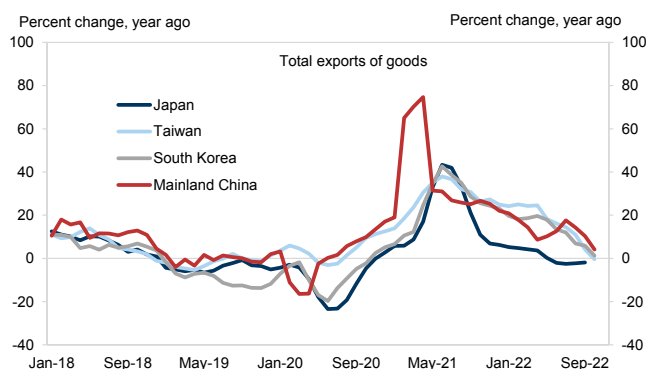
6. 海外から日本への入国規制の緩和による押し上げ効果は今後数四半期で次第に弱まるだろうが、当社は人手不足が設備投資をけん引し(図表7)、2023年の全体のGDP成長率は、トレンドを0.5ポイント上回る1.3%を維持すると予想する。円安が一服し、食品価格の上昇圧力が弱まり、政府補助金がエネルギー価格上昇を抑制することで、インフレは2023年に幾分安定化するとみられる。賃金伸び率は上向いているものの、日銀がCPIインフレターゲットと整合すると考える3%を引き続き大きく下回る可能性が高い。日銀は2023年に重大な幹部交代を迎える。黒田総裁の2期目が4月に、2人の副総裁の任期が3月に満了となる。いずれにしても、当社は世界経済成長が鈍化する中で金融引き締めリスクや、家計への物価圧力を緩和するツールとして財政政策を用いる岸田政権の姿勢を踏まえ、2023年に金融政策金利の変更は予想していない。ただし、日銀のフォワードガイダンスや、イールドカーブ・コントロール幅が調整される可能性はある。

図表 7: 設備投資が2023年の日本経済を下支え



出所: 日銀, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

図表 8: アジアの財貿易の伸びが減速



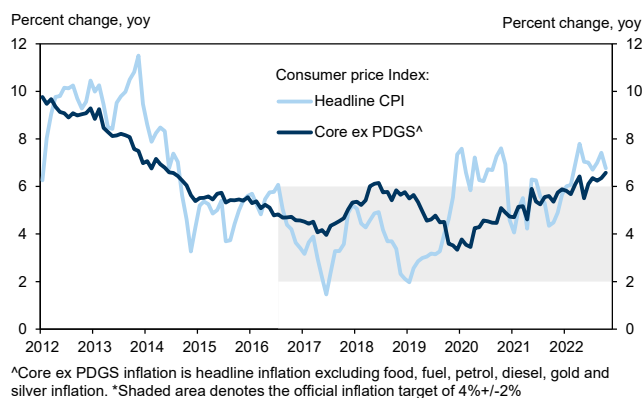
出所: ハーバーアナリティクス

7. 世界の財サイクルの軟化の影響は、ここ数ヶ月の北東アジアで明白にみられる。韓国および台湾の輸出の伸びと、中国本土からの輸出はいずれも急激に鈍化している(図表8)。その原因としては、新型コロナ感染拡大後の財からサービスへの世界的な需要のシフト、金融環境の引き締めりが投資を抑制し始めたことによる、「テクノロジー・サイクル」の低迷、一部セクターにおける足元の在庫調整などが挙げられる。財の生産および貿易が2023年初めも軟調に推移し、これらの国々のGDP成長率は潜在成長率を下回る水準を維持すると当社は予想する。韓国と台湾のCPIインフレ率はここ数ヶ月で鈍化しており(とはいえ韓国では前年比5.7%と依然として極めて高い)、さらなる減速が見込まれる。韓国では、地方自治体が保証する資産担保証券の予想外のデフォルトが、ここ数週間、金融ストレスを高止まりさせているものの、韓国銀行や他の規制当局が流動性供給に迅速に動いたことから、当社はシステミックな問題が起きるとは予想していない。

8. インドは現在、改革と急速な発展に向けた戦略的好機を迎えている。国内に目を向けると、経済状況は新型コロナウイルスの流行による打撃を受けたが、その後は正常化

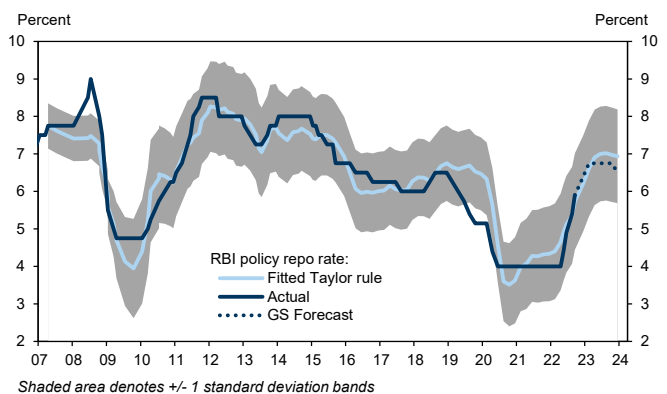
している。人口動態による追い風は今後10年間は続くだろう。現政権や以前の政権のもとで進めてきた、税制改革(GST：物品サービス税)とデジタル・プラットフォーム(Aadhaar：アドハー)の導入に向けた取り組みは、結実し始めている。次回の総選挙は18ヵ月後であり、インド人民党(BJP)および国民民主連合(NDA)の与党政権が安定多数を確保している政治体制は、さらなる経済改革を促進しやすい環境にある。国際的には、グローバル企業が供給源の多様化(チャイナ・プラスワン)を目指すなかで、インドは長期的に魅力的な消費者市場となる可能性を秘めるなど、モディ首相が提唱する「メイク・イン・インド」イニシアチブにとって好ましい背景が生まれている。その戦略的重要性から、インドは西側諸国とロシアの双方との友好関係を保っており、ロシアとの貿易を継続している。短期的には、インドが経済改革を継続できれば、外国投資を誘致し、潜在成長率を現時点での当社予想である6%を超える水準まで押し上げる絶好の機会が訪れるだろう。政策決定者はまた、今後数年間にグローバル債券指数への組み入れの実現に取り組む中で、外国のポートフォリオ資金の流入に対する障壁を緩和するというのが当社の見解である。主なリスクとしては、慢性的な経常赤字、目標を上回るインフレ率(図表9)、依然マイナスの実質政策金利が挙げられ、これらはいずれもRBI(インド準備銀行)による目先の利上げを示唆している(図表10)。

図表 9: インドの基調的インフレ率は依然上昇



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

図表 10: 当社が想定するRBIの「テイラー・ルール」は利上げサイクルがまだ終わっていないことを示唆



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

9. 米中が競うようにASEAN諸国に投資し、結び付きを強めているため、同地域は今後数年間、特権的な地政学的立場を享受する可能性がある。インドネシア、ベトナム、フィリピンはいずれも、平均年齢が若く比較的急成長している人口1億人超の国であり、今後数年間の潜在成長率は4.5-6.5%に達する可能性がある。タイとマレーシアは、世界の観光業や旅行の正常化を背景に、2023年の成長率が約4%となる可能性があるものの、いずれもある程度の政治的な先行き不透明感に直面している(数日後に実施されるマレーシアの総選挙など)。当社はすべてのASEAN諸国について、コンセンサスを上回る2023年のCPIインフレ率と政策金利を予想している。対外収支も注目され、フィリピンの多額の経常赤字(2022年予想：GDP比6.6%)は、継続的なインフラ投資を踏まえると今後数年間でわずかに縮小するにすぎないだろう。外貨準備の減少も相まって、BSP(フィリピン中央銀行)は利上げによるペソ安定化の圧力に晒され続けるとみられる。タイの経常収支は観光業の回復に伴い、来年に均衡近くまで戻すとみられる一方で、インドネシアは比較的好調な経済成長と貿易収支の幾分の悪化により、2024年までに赤字に逆戻りする可能性がある。

10. オーストラリアとニュージーランドでは、物価上昇圧力が加速し、広がっているこ

とが、中銀に対する引き締め圧力となっており、これが来年の成長減速を招く公算が大きい(当社は2023年の実質GDP成長率を1.9%、2024年を1.7%と予想)。RBA(オーストラリア準備銀行)のトリム平均CPIは3Qに前年比6.1%に加速し、足元ではCPIバスケットの約70%がRBAのインフレターゲット幅の上限である前年比3%を超えて上昇している。RBAは10月の会合で利上げ幅を25bpに縮小したため、引き締めサイクルの長期化(2023年5月まで)と、ターミナルレート上昇(4.1%)のリスクが高まったと思われる。この予想はニュージーランドでも質的に同様だが、当社はRBNZ(ニュージーランド準備銀行)は次回会合で75bpの利上げを実施した後に利上げペースを緩め、最終的には2023年半ばの5%がピークになると予想している。RBAとRBNZは共に、2024年に若干の緩和余地を模索するとみられる。

11. リスクは至る所にあるが、今年のグローバル経済と市場の調整後は、プラスとマイナスの両面が増えるのは間違いないだろう。アジア以外に目を向けると、FRBの引き締め政策が各国の通貨および市場にとって相当な重石となっていることを鑑みると、米国のインフレ軌道が依然として重大な不確定要素である。成長見通しについて、当社はエネルギーショック、および/または過剰な金融引き締めがアジアの重要な輸出市場、特に米国と欧州に関する見通しを大きく悪化させる可能性に注目している。ウクライナ戦争の長期的停戦の兆しがみられれば、当然ながら歓迎される。アジア地域では、中国の国境再開放のタイミングと規模が、恐らくは最大の不確定要素だ。

12. 市場全体に目を向けると、2023年は「国境再開放の後発組」(2022年にアウトパフォーマンスした南アジアおよび東南アジア諸国)での金融引き締めに伴って、そこからのローテーションが起こる年となる可能性がある。

図表 11: 2023年は大半のアジア諸国の成長率はトレンド並み、またはトレンドを下回る

Real GDP Growth (year-over-year)

	2021	2022		2023		Potential Growth (2023)
		GS	Consensus	GS	Consensus	
Asia ex-Japan	7.3	3.7	3.9	4.4	4.6	
China	8.1	3.0	3.3	4.5	4.8	4.2
India	8.3	6.9	7.1	5.9	5.8	6.0
South Korea	4.1	2.4	2.6	1.4	1.8	2.5
Hong Kong	6.3	-3.2	-1.2	2.5	3.0	2.8
Taiwan	6.6	2.8	3.2	1.9	2.3	2.5
ASEAN	3.9	5.7	5.4	4.3	4.7	
Singapore	7.6	3.7	3.7	1.5	2.6	2.2
Malaysia	3.1	9.2	7.2	4.0	4.3	4.3
Thailand	1.5	3.4	3.3	4.0	3.9	2.6
Indonesia	3.7	5.2	5.3	4.4	4.9	4.8
Philippines	5.7	7.2	6.8	5.8	5.7	6.1
Vietnam	2.6	7.0	7.3	5.8	6.5	6.5
Japan	1.7	1.5	1.6	1.3	1.4	0.8
Australia	4.9	4.0	4.0	1.9	2.0	2.1
New Zealand	5.6	2.4	2.2	1.8	1.6	2.4
USA	5.9	1.9	1.8	1.0	0.4	1.8
Euro area	5.3	3.3	3.1	-0.1	-0.1	0.9

Note: All forecasts are calculated on calendar year basis. India consensus is from IMF.

Potential growth is median of GS estimates for 2023-2025 for USA and Euro area.

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 12: インフレ率は2023年も高止まり(中国を除く)

Consumer Prices (year-over-year)

	2021	2022		2023		Inflation Target/Range
		GS	Consensus	GS	Consensus	
Asia ex-Japan	2.3	4.4	4.4	3.9	3.3	
China	0.8	2.0	2.2	2.2	2.4	3.0^
India	5.1	6.8	6.7	6.1	5.3	2.0-6.0
South Korea	2.5	5.2	5.2	3.2	3.2	2.0
Hong Kong	1.6	2.0	2.0	2.4	2.3	-
Taiwan	2.0	3.0	3.0	1.6	1.8	0.0-2.0
ASEAN	2.2	4.9	4.8	4.6	3.5	
Singapore	2.3	6.4	6.0	5.8	3.7	1.0-2.0
Malaysia	2.5	3.5	3.3	4.2	2.6	-
Thailand	1.2	6.2	6.2	3.2	2.5	1.0-3.0
Indonesia	1.6	4.5	4.4	5.1	4.4	2.0-4.0
Philippines	3.9	5.7	5.4	5.1	4.2	2.0-4.0
Vietnam	1.8	3.2	3.5	4.3	3.7	4.0
Japan	-0.2	2.4	2.3	2.5	1.6	2.0
Australia	2.9	6.6	6.4	5.0	4.7	2.0-3.0
New Zealand	3.9	7.0	6.9	4.1	4.1	1.0-3.0
USA	4.7	8.0	8.1	3.8	4.1	2.0
Euro area	2.6	8.7	8.5	8.1	5.8	2.0

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

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

出所: プルームバーグ, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 13: APACの政策金利は2023年初めがピーク

Policy Interest Rates (percent)

	Current	2022				2023			
	15-Nov	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF
Asia ex-Japan									
China	2.00	2.10	2.10	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
India	5.90	4.00	4.90	5.90	6.40	6.75	6.75	6.75	6.50
South Korea	3.00	1.25	1.75	2.50	3.25	3.50	3.75	3.75	3.50
Hong Kong	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taiwan	1.63	1.38	1.50	1.63	1.75	1.88	2.00	2.00	2.00
ASEAN									
Singapore	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malaysia	2.75	1.75	2.00	2.50	2.75	3.25	3.50	3.50	3.50
Thailand	1.00	0.50	0.50	1.00	1.25	1.75	2.00	2.50	2.50
Indonesia	4.75	3.50	3.50	4.25	5.50	6.25	6.25	6.25	6.25
Philippines [^]	4.25	2.00	2.50	4.25	5.50	6.00	6.00	6.00	6.00
Vietnam	6.00	4.00	4.00	5.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00
Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Australia	2.85	0.10	0.85	2.35	3.10	3.60	4.10	4.10	4.10
New Zealand	3.50	1.00	2.00	3.00	4.25	4.75	5.00	5.00	5.00
USA	3.88	0.38	1.63	3.13	4.38	4.88	5.13	5.13	5.13
Euro area	1.50	-0.50	-0.50	0.75	2.00	2.75	3.00	3.00	3.00

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

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

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シ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・モビリアリョス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(マドリド支店)が調査資料を配布します；イタリアでは、関係する適切な範囲内でイタリア銀行(Banca d'Italia)およびイタリア証券取引委員会(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa “Consob”)の国内での監督対象となるGSBE - Succursale Italia(ミラノ支店)が調査資料を配布します；フランスでは、AMFとACPRの監督対象となるGSBE - Succursale de Paris(パリ支店)が調査資料を配布します；スウェーデン王国では、限られた範囲でSwedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen)の国内での監督対象となるGSBE - Sweden Bankfilial(ストックホルム支店)が調査資料を配布します。

一般的な開示事項

本資料はお客様への情報提供のみを目的としています。ゴールドマン・サックスに関する開示事項を除き、本資料は信頼できるとされる現在の公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性に関する責任を負いません。本資料に記載された情報、意見、推定、予想等は全て本資料発行時点のものであり、事前の通知なしに変更される場合があります。当社は本資料中の情報を合理的な範囲で更新するようにしていますが、法令上の理由などにより、これができない場合があります。定期的に発行される一部の業界レポートを除いて、大部分のレポートはアナリストの判断により変則的な間隔を置いて発行されます。

ゴールドマン・サックスは、投資銀行業務、投資顧問業務および証券業務を全世界で提供する総合金融会社です。当社はグローバル・インベストメント・リサーチ部門が調査対象としている企業の大部分と投資銀行その他の業務上の関係を持っています。米国のブローカー・ディーラーであるゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーは証券投資家保護会社(SIPC) (<https://www.sipc.org>)に加盟しています。

当社のセールス担当者、トレーダーその他の従業員は、口頭または書面で、本資料で述べられた意見と異なる内容の市場に関するコメントや投資戦略を、当社の顧客およびプリンシパル取引部門に提供することがあります。当社の資産運用部門、プリンシパル取引部門、投資部門は、本資料で示された投資見解や意見と整合しない投資決定を下すことがあります。

当社および当社の関連会社、役員、社員は、法令あるいはゴールドマン・サックスのポリシーで禁じられていない限り、本資料に記載された証券または派生商品(もしあれば)の買い持ちや売り持ち、および売買を時と行うことがあります。

当社主催のコンファレンスで、当社の他の部門の従業員を含む、サードパーティのスピーカーが示す見解は、必ずしもグローバル投資調査部の見解を反映したのではなく、また当社の公式見解でもありません。

ここで述べるサードパーティは、セールス担当者、トレーダー、その他プロフェッショナル、およびその同居家族を含み、本資料で言及された金融商品について、本資料を執筆したアナリストの見解と相反するポジションをとることがあります。

本資料は市場や業種、セクターを越えた投資テーマに重点を置いています。本資料は当社が言及する業種またはセクター内の個別企業の見通しやパフォーマンスを識別しようとするものではなく、個別企業の分析を提供しようとするものでもありません。

本資料における、ある業種またはセクター内の一つもしくは複数のエクイティまたはクレジット証券に関する取引推奨は、いずれも本資料で論じた投資テーマを反映するものであり、テーマから切り離して当該証券を推奨するものではありません。

本資料は売却・購入が違法となるような法域での有価証券の売却もしくは購入を勧めるものではありません。本資料は個人向けの推奨を構成するものではなく、また個々のお客様の特定の投資目的、財務状況、もしくは要望を考慮したものではありません。お客様は、本資料のいかなる意見または推奨に基づき投資行動をとる場合でも、その前にそれらがお客様の特定の状況に当てはまるか否かを考慮に入れるべきであり、必要とあれば税務アドバイスも含めて専門家に助言を求めて下さい。本資料に記載されている投資対象の価格と価値、およびそれらがもたらす収益は変動することがあります。過去の実績は将来のパフォーマンスを約束するものではありません。将来の収益は保証されているわけではなく、投資元本割れが生じることはあり得ます。為替変動は特定の投資の価格と価値、およびそれらがもたらす収益にマイナスの影響を与えることがあります。

先物、オプション、およびその他派生商品に関する取引は大きなリスクを生むことがあり、すべての投資家に適切な取引ではありません。投資の際にはゴールドマン・サックスの担当者もしくはウェブサイト<https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>および<https://www.fiaadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures/1/fia-uniform-futures-and-options-on-futures-risk-disclosures-booklet-pdf-version-2018>を通じて入手可能なオプションおよび先物に関する最新の開示資料をよくお読みください。オプションの買いと売りを組み合わせるスプレッドなどのオプション戦略では取引コストがかなり高くなる場合があります。関連資料をご希望の方はお申しつけください。

グローバル投資調査部が提供する異なるレベルのサービス：当社グローバル投資調査部が提供するサービスのレベルならびに種類は、コミュニケーションを受け取る頻度や手段に関するお客様のご要望、お客様のリスク特性や投資の重点分野ならびに大局的な投資観(市場全体、セクター固有、長期、短期等)、当社との顧客関係全体の規模や範囲、法律や規制による制約といった様々な要因により、当社の社内顧客および社外の他の顧客に提供されるサービスと異なる場合があります。一つの例として、特定の有価証券に関する調査資料の発行時に通知を依頼されるお客様もいれば、当社顧客向け内部ウェブサイト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。