

グローバル経済アナリスト

2025年マクロ経済見通し：追い風が（おそらく）トランプ関税を上回る

- 当社は、2期目のトランプ政権は、中国と自動車への関税引き上げ、大幅な移民制限、新たな減税、規制緩和をもたらすと予想する。そうなれば、米国経済は2025年に2.5%成長し、3年連続でコンセンサス予想や他の先進国経済を上回らう。最大のリスクは、広範囲にわたる大幅な関税引き上げであり、これは成長を大きく阻害する可能性が高い。
- 当社は、ユーロ圏のGDP成長率予想をコンセンサスを下回る0.8%に引き下げた。これは、構造的な逆風が続いていることや、貿易政策の不確実性による打撃を反映している。また、米国の関税引き上げが緩和的なマクロ政策によって部分的に相殺されるに過ぎないため、2025年の中国のGDP成長率予想を4.5%に引き下げた。関税が当社のベースラインを上回って引き上げられた場合、欧州と中国の両方でリスクは下振れする。
- 米国のコアPCEインフレ率は2025年末までに2.4%に減速する見込みで、当社の前回予想である2.0%を上回るものの、依然として穏やかだ。関税が全面的に10%引き上げられた場合、当社の予想は約3%に上昇する。ユーロ圏では、2025年末までにコアインフレ率が2%に減速すると予想しており、より広範な貿易戦争が起こったとしても、上振れリスクについてはあまり懸念していない。日本では低インフレリスクが後退している。
- 当社は、来年にかけて大幅な追加利下げを予想している。FRBは3.25～3.5%に利下げする可能性が高いが、第1四半期までは連続して利下げし、その後は減速する見込みだ。成長率の下方修正を受けてECBの予想を1.75%に引き下げたほか、新興国でも政策緩和の余地が大きい。しかし、日銀は年末までに政策金利を0.75%に引き上げると予想している。
- 当社のベースライン予想は、リスクが穏やかで米国がアウトパフォームすることを示唆している。株式、コモディティ、先進国債券で緩やかなプラスのリターンを予想するとともに、米ドルは徐々に上昇すると予想する。しかし、市場はすでにリスクポジティブな方向に大きく動いており、当社のベースライン周辺のテールリスクへのエクスポージャーを制限することが重要になるだろう。
- より広範な貿易戦争に向かうことは、米ドルの上昇を強化する一方で、世界の株式に圧力をかける。米国の株式のバリュエーションが異常に高いことは、長期的な期待リターンを抑制するだけでなく、経済の弱さに対する潜在的な反応を増幅させる。対照的に、政策がさらに企業寄りにシフトしたり、原油価格が余剰生産能力を背景にさらに急落したり、インフレや財政懸念が過剰であるこ

ヤン・ハチウス

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

ドミニク・ウィルソン

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

ジョセフ・ブリッグス

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

Vickie Chang

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

ジョヴァンニ・ピエールドメニコ

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

Sarah Dong

+1(212)357-9741 | sarah.dong@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

Megan Peters

+44(20)7051-2058 | megan.l.peters@gs.com
Goldman Sachs International

とが判明したりすれば、プラスの追い風が吹く可能性がある。

2025年マクロ経済見通し：追い風が（おそらく）トランプ関税を上回る

今年の経済データは、パンデミック後の正常化に対する当社の長期に渡る楽観的な見方を裏付けるものとなった。2024年の世界GDP成長率は2.7%で推移しており、2023年とほぼ同じペースを維持し、潜在成長率をわずかに上回っている。先進国では、米国の堅固さが目立つ¹。世界の労働市場は均衡に戻り、失業率と当社の職務数・労働者ギャップなどのより広範な指標はいずれもパンデミック前の水準に戻った。インフレ率は引き続き低下傾向にあり、中央銀行の目標水準に近づきつつある。そして、ほとんどの中央銀行は、金利をより正常な水準に戻すプロセスに入っている。

トランプノミクス2.0...

第2期トランプ政権下で米国の経済政策はどのように変化するか。図表 1は、貿易、移民、財政、規制の4つの重点分野に関する当社の見通しをまとめたものだ。

図表 1：2期目のトランプ政権では、中国への新たな関税、純移民の減少、緩やかな新たな減税、規制緩和を予想

Scenario	Post-Election Policy Changes			
	Trade	Immigration	Fiscal	Regulation
Base Case	- Tariffs on China: New tariffs up to 60%, averaging to a 20pp increase in the effective tariff rate and mostly reflecting new tariffs on list 1-3 items from the 2018-2019 trade war - Tariffs on the EU: 22.5pp increase in the effective tariff rate on autos - Tariffs on Mexico: 97.5pp increase in tariffs on imports of Chinese-made electric vehicles - Overall: 3.4pp increase in the effective tariff rate for US imports	Net immigration slows to 750k/year in response to increased funding and tighter enforcement	- Full extension of expiring tax cuts in early 2025 - Expand SALT deduction (\$30bn/yr) - Exclude extra 50% overtime from income tax (\$20bn/yr) - Exclude tips from income tax (\$10bn/yr) - Lower corporate tax for domestic manufacturers to 15% (\$25bn/yr) - Reinstate more generous corporate incentives, (e.g., 100% bonus depreciation, R&D expensing, and interest deductibility; \$60bn/yr) - Allow enhanced ACA subsidies to expire (~\$20bn/yr) - Limitations on green subsidies (~\$15bn/yr)	- Antitrust: Enforcement eases somewhat, though major pending tech sector cases proceed - Energy: Easier approval of energy projects, expanding LNG exports, and reversing restrictions on greenhouse gas emission - Financial: Near-term easing of regulatory burden on consumer finance companies, medium-term easing of capital and liquidity requirements
Risk Cases	- More broad-based tariffs: A 10pp surcharge on all imports (40% chance), or a tariff on all auto imports - Revoking Permanent Normal Trade Relations with China (requires legislative action)	- Selective deportation of immigrants with criminal records (up to 1.2mn individuals) - Forced deportations along the lines of "Eisenhower model" that removes up to 2.1mn individuals		

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

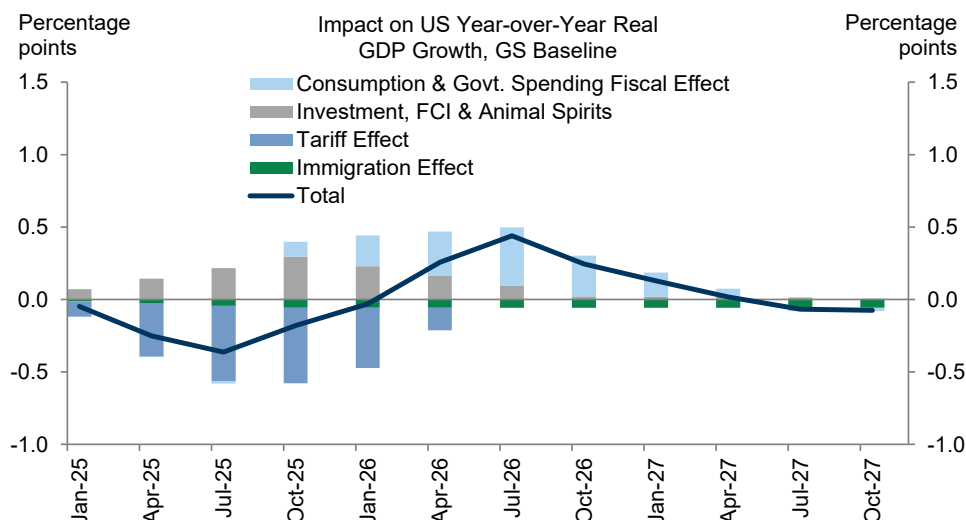
図表 2は、当社のベースケースにおいて、それぞれの政策の米国GDP成長率への影響を示している。一方、図表 3は、次期大統領トランプ氏が10%の一律関税を課した場合のリスクケースの影響を示している。これが実行される場合、最も可能性の高い時期は2025年後半だ。これは、金融環境が引き締まり、成長を圧迫する不確実な期間が続く可能性が高いことを意味する。当社のベースケースでは、いずれ不確実性は解消し、金融環境は再び緩和する。当社の関税リスクケースでは、不確実性は高まり続け、金融環境はさらにタイト化する。

新政策は、当社のベースライン見通しでは相殺し合う面が大きく、米国GDPに与える影響は小さい。新政権は、1月20日の就任式後、比較的早い時期に中国と自動車への関税を発表する可能性が高いが、これは企業や市場参加者の間でより広範な関税措置についての不確実性を高める可能性もある。これらの関税は、消費者物価の上昇を通じて実質

¹ 当社は、市場為替レートを使用して世界GDP成長率を集計している。IMFのように購買力平価レートを使用した場合、当社の推計値は約0.5p高くなる。

可処分所得にわずかな打撃を与え、貿易戦争がどこまでエスカレートするかというより広範な不確実性は、企業投資を圧迫する可能性が高い。その結果、2025年はネットで平均0.2pの押し下げ要因となる。貿易戦争がこれ以上エスカレートしないと仮定すれば、2026年には減税、より企業寄りの規制環境、企業の「アニマルスピリット」の改善などのプラスの刺激が支配的となり、成長率は平均0.3p押し上げられると予想される。

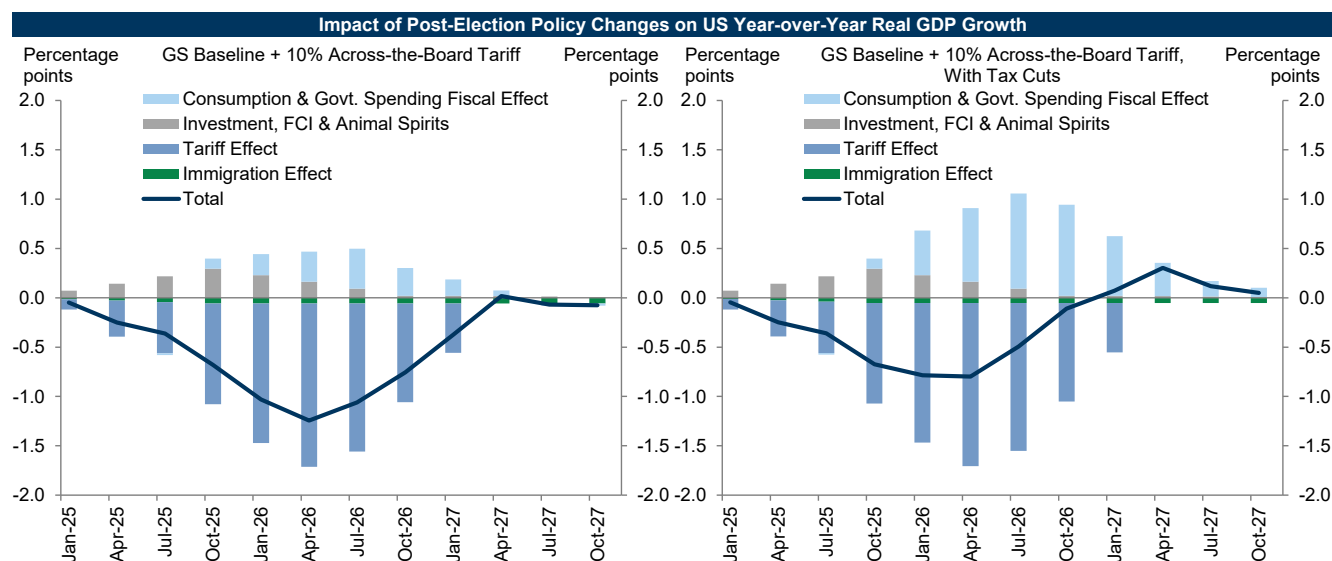
図表 2: 当社のベースライン政策の前提では、2025年の成長率は小幅に低下し、2026年の成長率は緩やかに上昇すると予想



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

一方、関税リスクケースでは、中国と自動車への関税によるわずかなマイナスの刺激は、実質所得への打撃が大きくなり、貿易政策の不確実性がさらに高まるため、一律関税によるより大きなマイナスの刺激に取って代わられる。2026年には、これにより成長率は平均1.0pp押し下げられ、ピーク時には1.2pp押し下げられる。ただし、関税収入の増加がすべて減税に充てられると仮定すれば、ピーク時の押し下げ幅は0.8ppに低下する。

図表 3: 10%の一律関税を追加した場合、成長率への打撃はより大きくなる

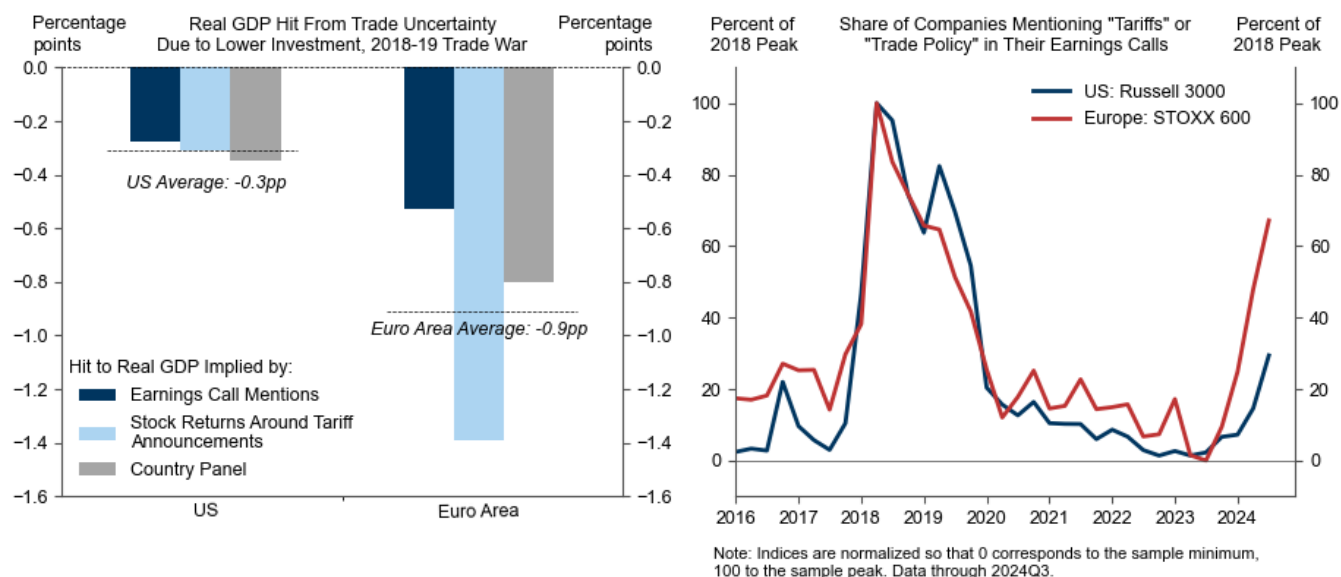


出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

...そして欧州と中国への影響

米国の貿易政策による成長への打撃は、他の地域の方が大きい。関税に関する当社の調査で得られた重要な知見の1つは、貿易政策の不確実性（TPU）がユーロ圏の成長に重要な影響を与えることだ。図表 4の左側の図は、TPUが2018～19年の貿易戦争のピークレベルまで上昇すると、米国のGDPは0.3%減少するが、ユーロ圏では0.9%も減少することを示唆する研究をまとめたものである。さらに、右側の図は、貿易政策不確実性（企業の決算報告書における言及回数で測定）が、米国よりもユーロ圏ですでにはるかに高まっていることを示している。したがって、当社は、米国の選挙結果を受けて、2025年のユーロ圏成長率予想をQ4/Q4ベースで0.5pp引き下げた。米国が全面的な関税を課した場合、さらに引き下げる可能性が高い。

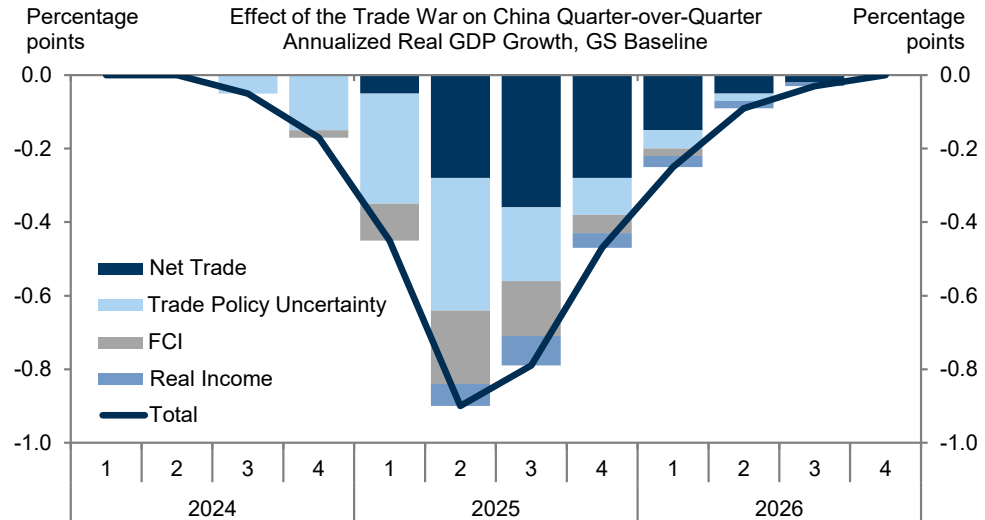
図表 4：過去の証拠と最近の傾向は、貿易政策の不確実性がユーロ圏のGDPに不均衡に重くのしかかることを示唆している



出所：LSEG データ&アナリティクス，GS Data Works，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

中国への影響はより直接的であり、米国への輸出全体で平均20pp、最大60ppに達すると予想される関税引き上げにはほぼ確実に直面するだろう。図表 5に示すように、当社のベースラインシナリオにおける米国の関税引き上げは、2025年の中国の成長率を約0.7pp押し下げると推定される。中国の政策当局がマクロ刺激策を講じ、人民元安によって成長への打撃の一部が相殺されると仮定すると、当社は2025年の成長率予想をより控えめに、ネットで0.2pp引き下げて4.5%とした。しかし、貿易戦争がさらにエスカレートした場合、例えば全面的な関税や、米国と中国の間の恒久的正常貿易関係（PNTR）の終了など、より積極的な対中措置が講じられた場合、当社はより大幅な下方修正を行う可能性が高い。

図表 5: 米国の関税引き上げは2025年の中国の成長率を0.7pp押し下げる



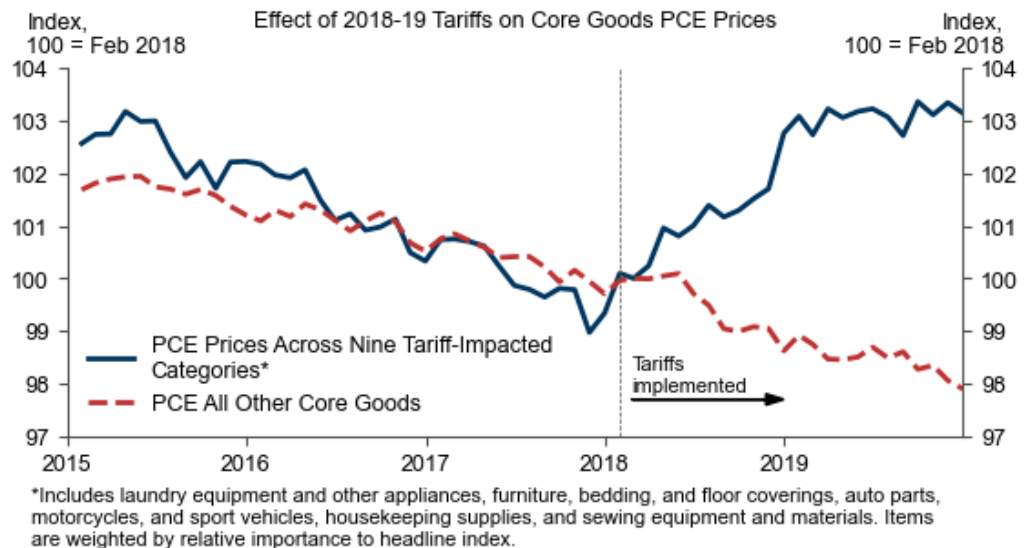
出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

また、米国の貿易政策は他の経済にも打撃を与えると予想しており、貿易へのエクスポージャーが大きい経済ほど打撃が大きく、中国からの貿易がシフトした場合に輸出シェアを獲得する態勢が整っている新興国（メキシコやベトナムなど）では潜在的な押し上げ効果が期待できる。全体として、米国の貿易政策の変更は世界のGDPを0.4%押し下げると推定されるが、政策支援の強化によりこの打撃は緩和されるはずだ。米国が10%の全面的な関税を課した場合、その影響は2～3倍大きくなる可能性がある。

関税による緩やかな物価上昇

関税引き上げは、少なくとも短期的には米国のインフレ率を上昇させるだろう。第1期トランプ政権の経験から、関税は主に消費者価格に転嫁されることがわかっている。これは、関税対象のPCEカテゴリーの価格がほぼ関税額と同じだけ上昇したのに対し、非関税対象のカテゴリーの価格は以前の傾向を維持したことからも明らかだ(図表 6)。

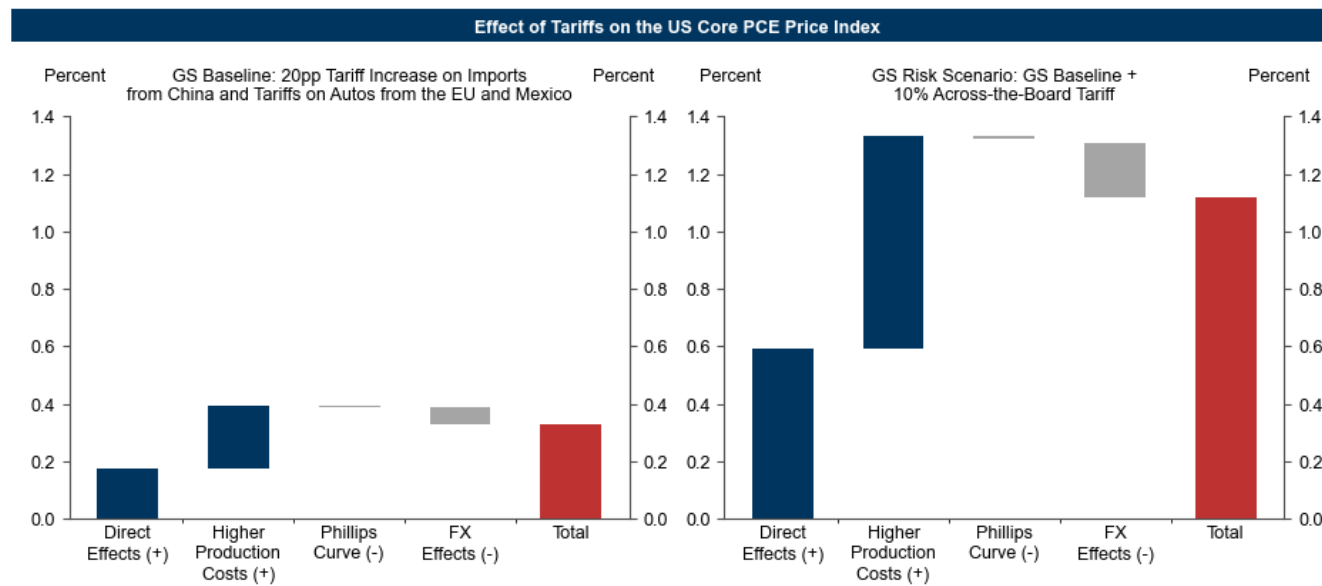
図表 6: 前回の貿易戦争では関税が消費者物価を押し上げた



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

関税が中国と欧州・メキシコからの自動車に限定される場合、この分析は、米国のインフレへの影響が比較的緩やかな0.3～0.4ppになることを示唆している(図表 7)。より広範な10%の一律関税を追加すると、影響はほぼ1.2ppに上昇する。しかし、期待や賃金による二次的効果が大きくなければ、関税効果は物価水準効果であるため、インフレへの影響は2026～2027年にかけて沈静化する。米国以外では、全面的な報復を想定しても、インフレへの影響は軽微であるはずだ。

図表 7: 当社のベースライン関税想定では、米国のコアPCEインフレ率は0.3～0.4pp程度の上昇にとどまるが、より広範な10%の一律関税を導入した場合はより大きな影響が予想される



出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

世界経済は堅調な1年を迎える

結論として、より広範な貿易戦争が起こらない限り、第2期トランプ政権の政策変更が当社の世界経済見通しの概要を大きく変える可能性は低い。図表 8に示すように、2025年の世界経済成長率は平均2.7%と予想され、2024年とほぼ同じペースで、コンセンサスをわずかに上回る。コンセンサスと比較すると、米国については楽観的、ユーロ圏については悲観的であり、その他の主要経済国はその中間に位置する。

図表 8: 世界経済は堅調に成長し、米国はコンセンサスを上回る

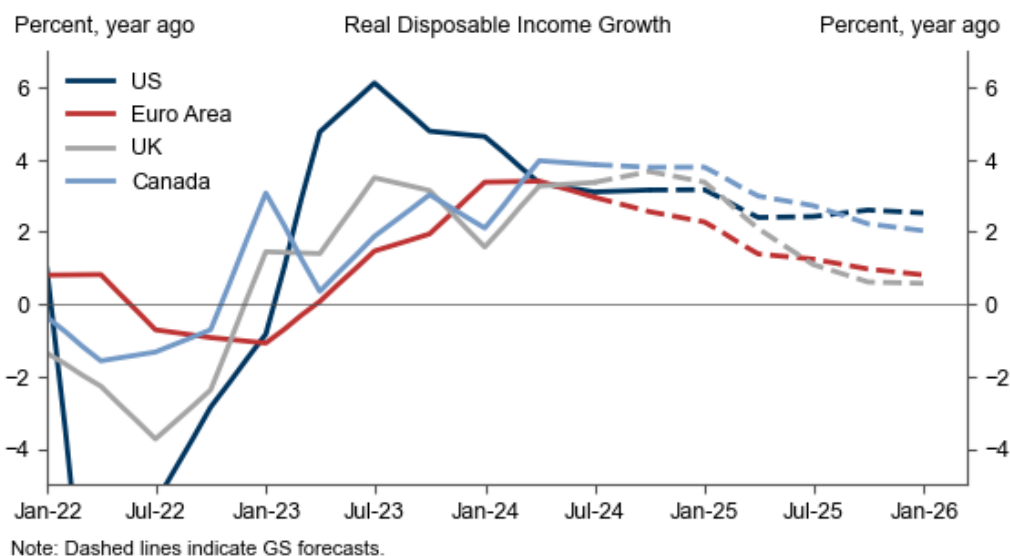
Real GDP Growth Percent Change yoy	2024		Annual Average 2025		2026		Q4/Q4 2025	Potential
	GS	Consensus	GS	Consensus	GS	Consensus	GS	GS
US	2.8	2.7	2.5	1.9	2.3	2.0	2.4	2.1
Euro Area	0.8	0.7	0.8	1.2	1.0	1.4	0.6	1.0
Germany	-0.1	-0.1	0.3	0.8	0.8	1.3	0.2	0.8
France	1.1	1.1	0.7	1.0	1.0	1.2	0.8	1.0
Italy	0.5	0.8	0.6	1.0	0.9	1.0	0.6	0.8
Spain	3.0	2.8	2.0	2.2	1.5	1.8	1.7	1.7
Japan	-0.2	0.0	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	0.7
UK	0.9	1.0	1.3	1.3	1.3	1.5	1.2	1.4
Canada	1.1	1.1	1.9	1.8	2.0	2.2	2.0	2.1
Australia	1.2	1.2	1.8	2.0	2.5	2.5	2.0	2.6
China	4.9	4.8	4.5	4.5	4.0	4.1	3.9	4.1
India	6.7	7.0	6.3	6.7	6.7	6.5	6.0	6.2
Brazil	3.1	3.0	2.0	2.0	2.3	2.0	3.0	2.1
Russia	3.5	3.5	1.2	1.6	2.1	1.4	2.3	2.3
World	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5

Note: All forecasts calculated on calendar year basis. IMF forecasts used for India 2026 consensus when quarters not available in Bloomberg. Potential refers to GS estimates of potential growth for 2025. Global growth aggregates use market FX country weights and China NSA year-over-year growth.

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

世界経済成長を楽観視する主な理由は、過去2年間のインフレ率の劇的な低下だ。これは、物価上昇率が賃金上昇率よりもはるかに速く低下したため、実質所得を直接的に支えている。賃金上昇率は、パンデミック後の初期に被った実質賃金の損失を労働者が補うために、依然として高止まりしている。その結果、実質時間給が堅調に推移し、主要先進国の実質可処分所得は過去1年間で3~4%成長した。このペースは欧州では緩やかになる可能性が高いが、米国とカナダでは2025年も堅調に推移する見込みである(図表9)。

図表 9: 実質賃金の力強い伸びにより、2025年の実質所得成長は堅調に推移する見込み

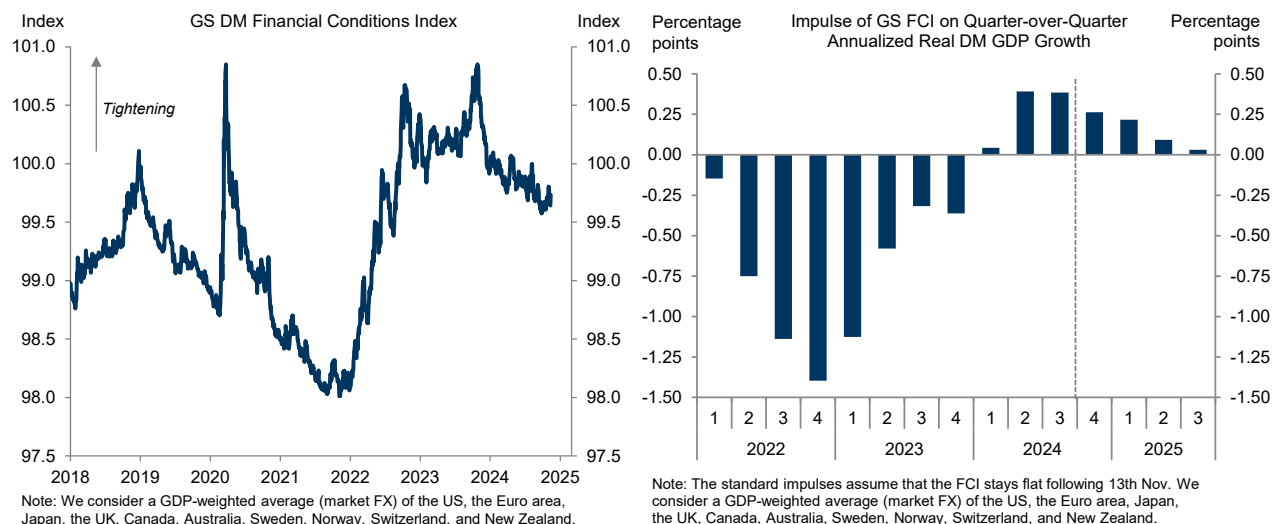


出所: ハーバーアナリティクス, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

同様に重要なのは、インフレ率の低下が、中央銀行が金融政策を正常化し、金融環境を緩和することを可能にすることで、需要を間接的に支えていることだ。当社の金融環境指数が直近の水準にとどまるという単純な仮定の下では、今後4四半期にわたってG10諸国の成長率は約0.2pp押し上げられると推計される(図表10)。堅調な世界経済成長と中

中央銀行の政策金利引き下げを背景に金融環境がさらに緩和すれば、プラスの刺激はさらに大きくなる。

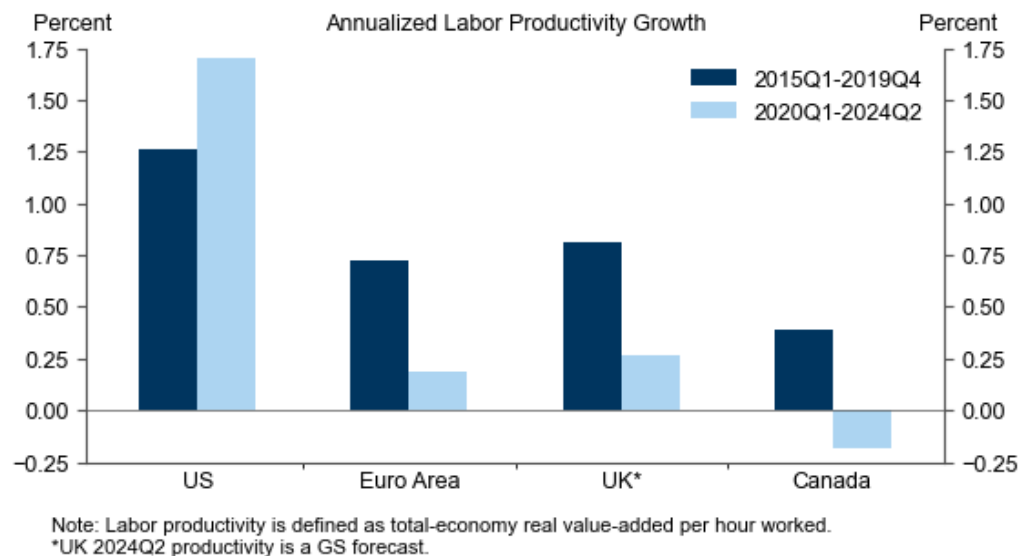
図表 10: 2025年の成長は、利下げと金融環境の緩和に支えられる見込み



出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

上記のいずれも、米国の実質GDPが他の先進国よりもはるかに速く成長している理由を説明するものではない。その答えは、むしろ供給サイドにある。米国の国民経済計算の最近の改訂に続いて、米国の労働生産性は2019年後半以降、年率1.7%で成長しており、パンデミック前の1.3%のトレンドから明らかに加速している。対照的に、ユーロ圏の労働生産性は同時期に年率0.2%で成長しており、パンデミック前のすでに平凡な0.7%から明らかに減速している。他の先進国も同様に低調な傾向を示している(図表11)。当社は、米国の生産性成長が他の国よりも大幅に強いままであると予想しており、これが米国のGDP成長が引き続きアウトパフォームすると予想する主な理由だ。

図表 11: 生産性成長は米国でアウトパフォームし、他の国ではアンダーパフォーム

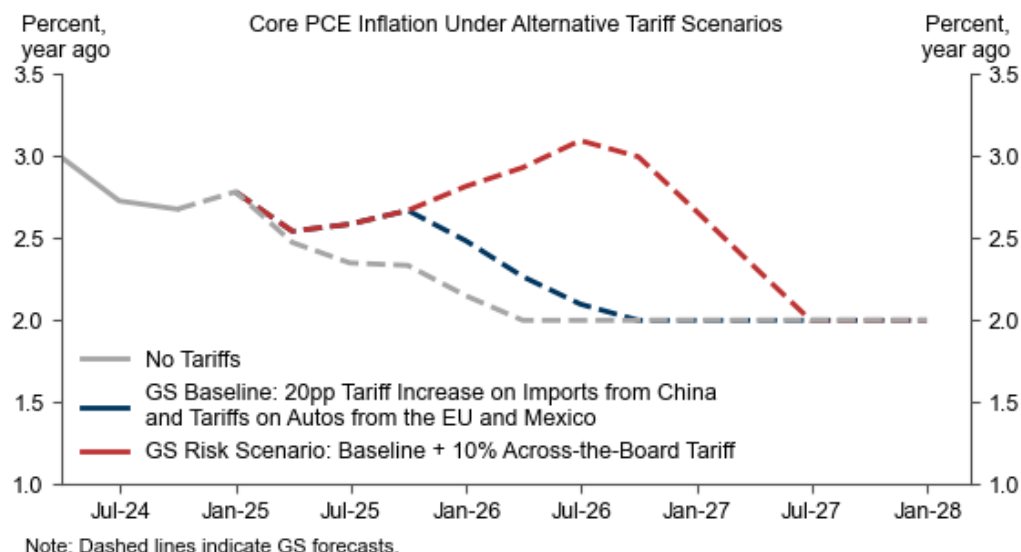


出所：ハーバーアナリティクス、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

でこぼこのディスインフレを覚えているか？

当社は、2025年後半の米国コアPCEインフレ率の予想を、選挙前の2.0%から2.4%に上方修正した。さらに、より広範な貿易戦争のリスクがあるため、リスクは上方に傾いている。中国と自動車への関税に加えて10%の全面的な関税は、2026年初頭に米国コアインフレ率を3.1%に押し上げる可能性が高い(図表 12)。

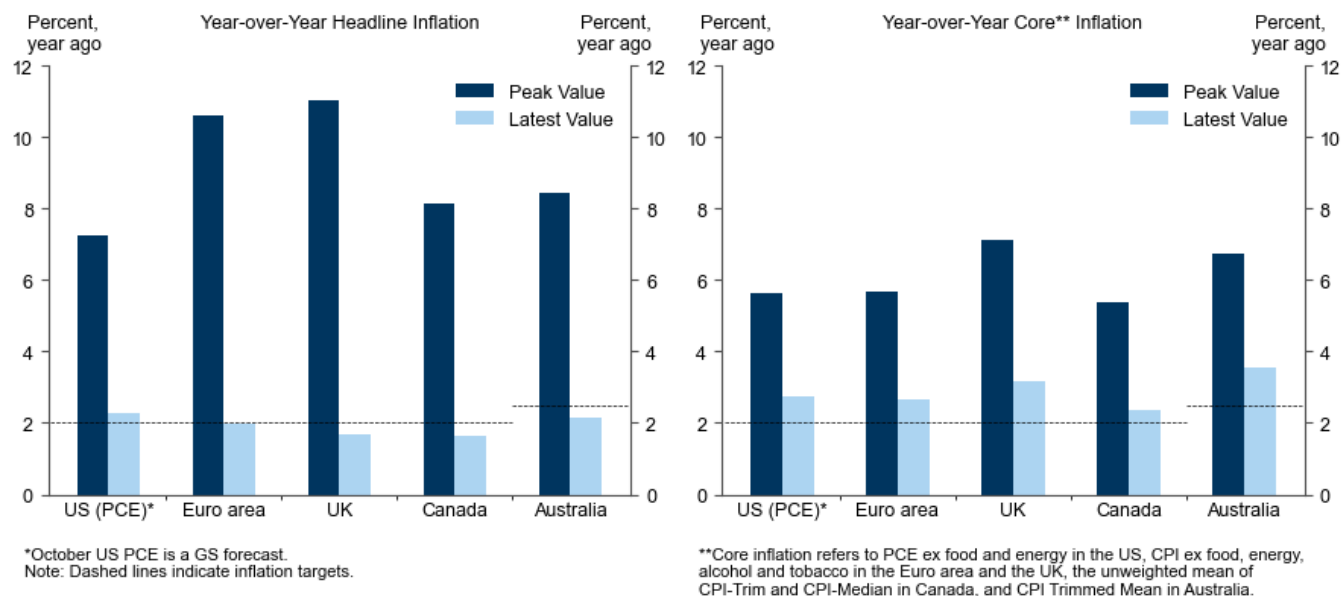
図表 12: 中国（および自動車）の関税はディスインフレをわずかに遅らせるが、広範な10%の関税は再加速を引き起こす



出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

当社の改訂された米国のインフレ予想でさえ、少なくともベースラインでは非常に穏やかだ。これは、最近の傾向の単なる外挿に過ぎない。コアインフレ率は、少なくとも前年比では依然として目標をわずかに上回っているが、総合インフレ率と3か月間の年率換算コアインフレ率は、ほとんどの主要な先進国で目標に近い（そしていくつかのケースでは目標を下回っている）。オーストラリアは高水準の外れ値であるが、RBAが他のほとんどの中央銀行の2%に対して2~3%の高いインフレ目標を追求していることを特筆しておく(図表 13)。

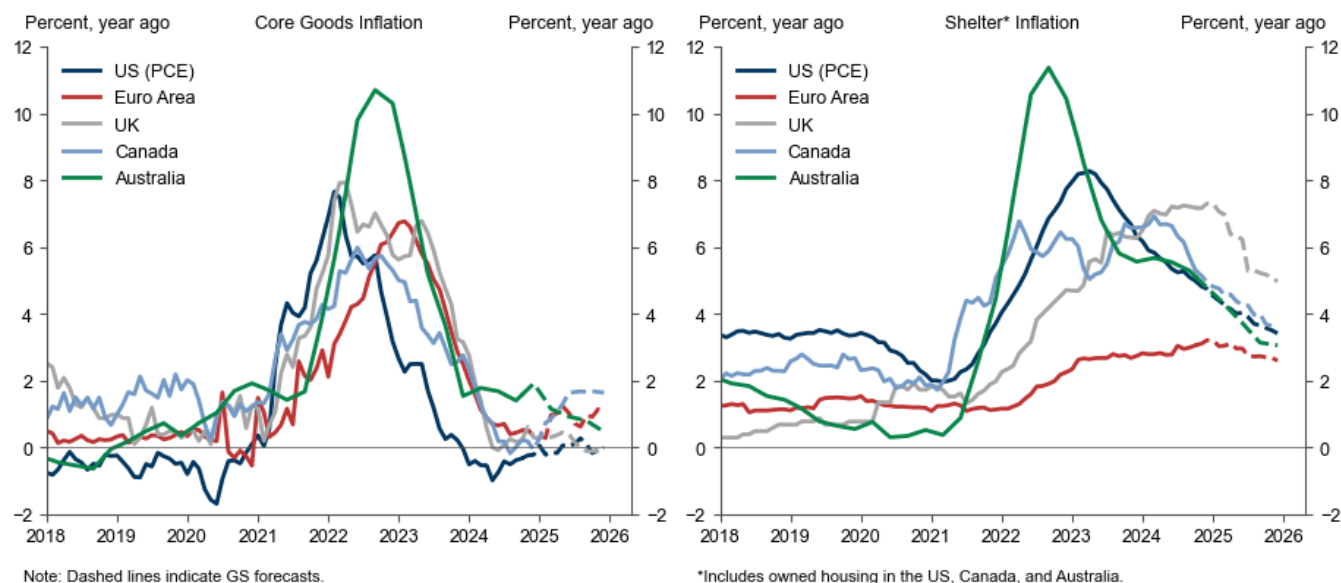
図表 13: インフレはすでに先進国全体で目標に近づいている



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

コアインフレ率の調整が続くと予想する強力なファンダメンタルズの理由もある。米国での関税の直接的な引き上げを除けば、中国の輸出の継続的な成長と欧州の在庫の正常化により、コア財のインフレ率は低く抑えられるはずである。一方、住宅インフレは引き続き冷え込むはずであり、特に米国では市場賃料指標は2年近く良好に見えるが、公式の指標は現実に徐々に追いついているだけだ(図表 14)。

図表 14: コア財のインフレ率は緩和し、抑制された状態が続く。住宅インフレ率も下降傾向が続く。

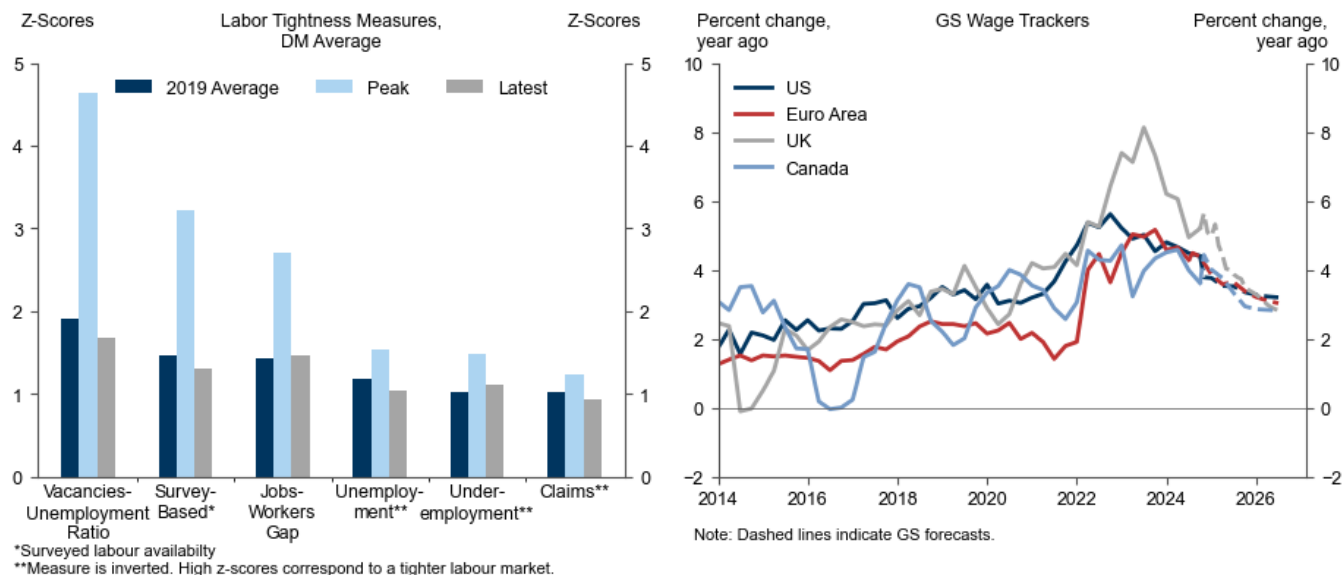


出所：ハーバーアナリティクス、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

最も重要なのは、コア指数の半分以上を占めるエネルギーと住宅を除くサービスは、特に人件費に敏感であることだ。したがって、先進国全体の幅広い労働市場の逼迫指標がパンデミック前の水準に戻ったことは心強い。今のところ、賃金の伸びは、生産性が長期的なトレンドに沿って成長すると仮定すると、目標と一致するインフレと互換性のあるペースを幾分上回っている。しかし、残りのギャップの多くは、交渉された賃金が以

前の価格急騰に追いつくためのキャッチアップを反映しており、2025年には賃金のデイスインフレが着実に進むと予想される(図表 15)。

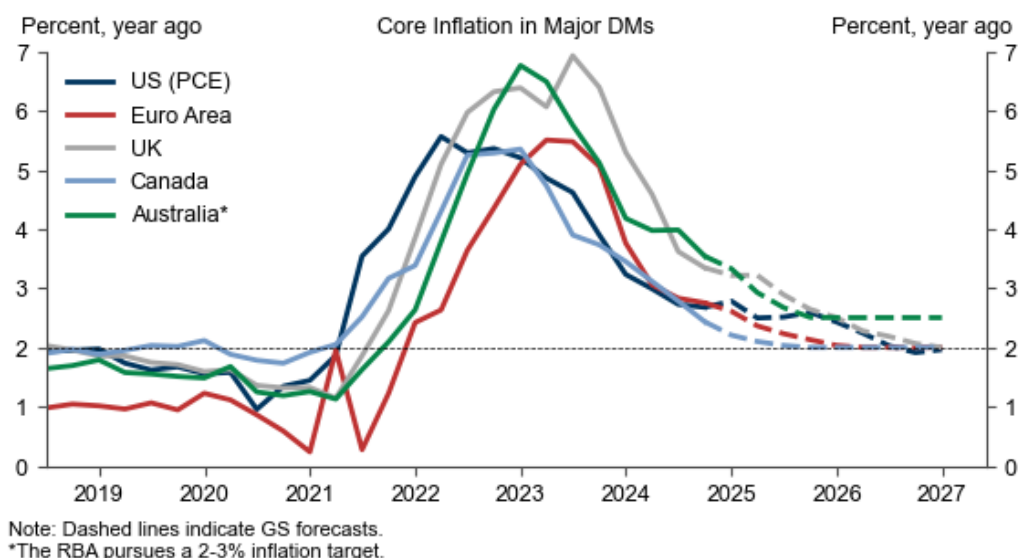
図表 15: 労働市場がほとんど再調整された状態で、コアサービスインフレ率と賃金上昇率の進展は継続する



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

したがって、図表 16に示すように、最近の数値とファンダメンタルズの両方が、さらなる全面的なデイスインフレーションを示唆している。ユーロ圏とカナダは2025年末までに完全に2%に戻ると予想されるが、米国、英国、オーストラリアは2.5%前後に集まり、2026年にはさらに低下する可能性が高い。2021年から2022年にかけてのインフレ急騰は、今や完全に過去のものとなっている。

図表 16: デイスインフレは続くと予想



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

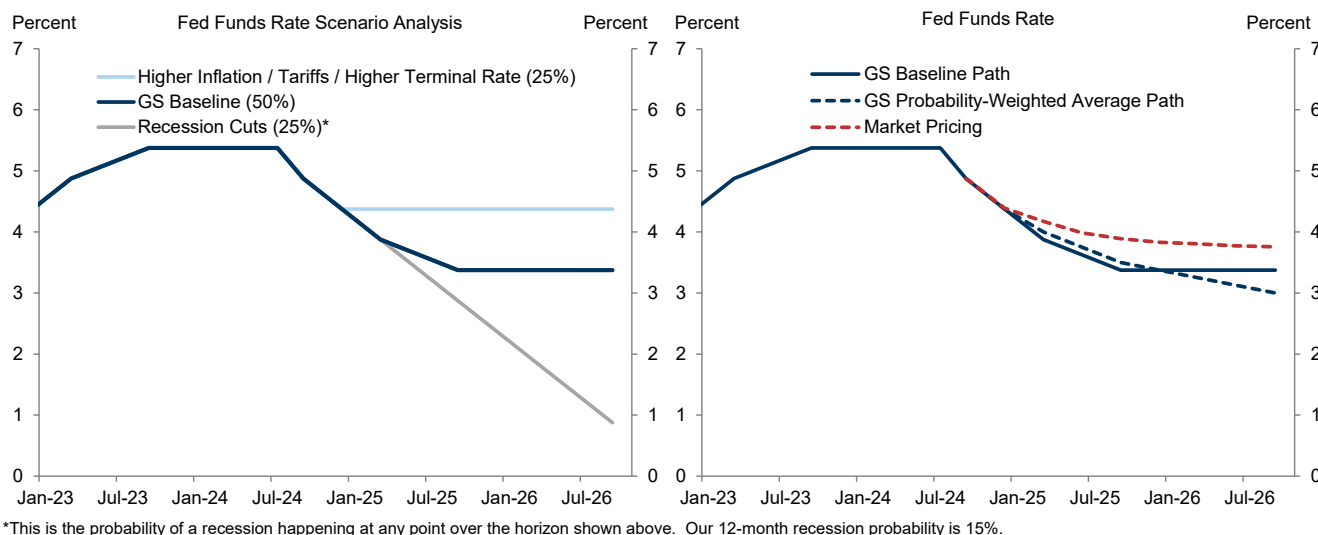
さらなる緩やかな利下げが待ち受ける

このような背景から、当社は米国の選挙結果が現在進行中の政策正常化プロセスを狂わせることはないと予想しており、ほとんどの主要中央銀行が2025年を通じて大幅に緩和

を進めると見ている。

当社は、FRBが2025年第1四半期まで連続して利下げを行い、その後は利下げペースを緩めると予想している。関税による近い将来の成長への足かせと、FRB指導部の政策正常化の前倒しへの継続的な選好は、来年初めまでの連続利下げに対する当社の信頼感を強めている。第1四半期以降のペースと最終的な停止点は、トランプ次期大統領の政策による将来のインフレ上昇にFRBが先制的に対応する意思があるかどうかにより左右されるかもしれないが、不確実性が残っていることは認めるものの、当社のベースラインと確率加重FRB予測は、現在の市場価格よりもかなりハト派的である(図表 17)。

図表 17: 当社のFRBシナリオは、当社のFRB予測をめぐるリスクが市場価格に対してハト派的に偏っていることを示唆している

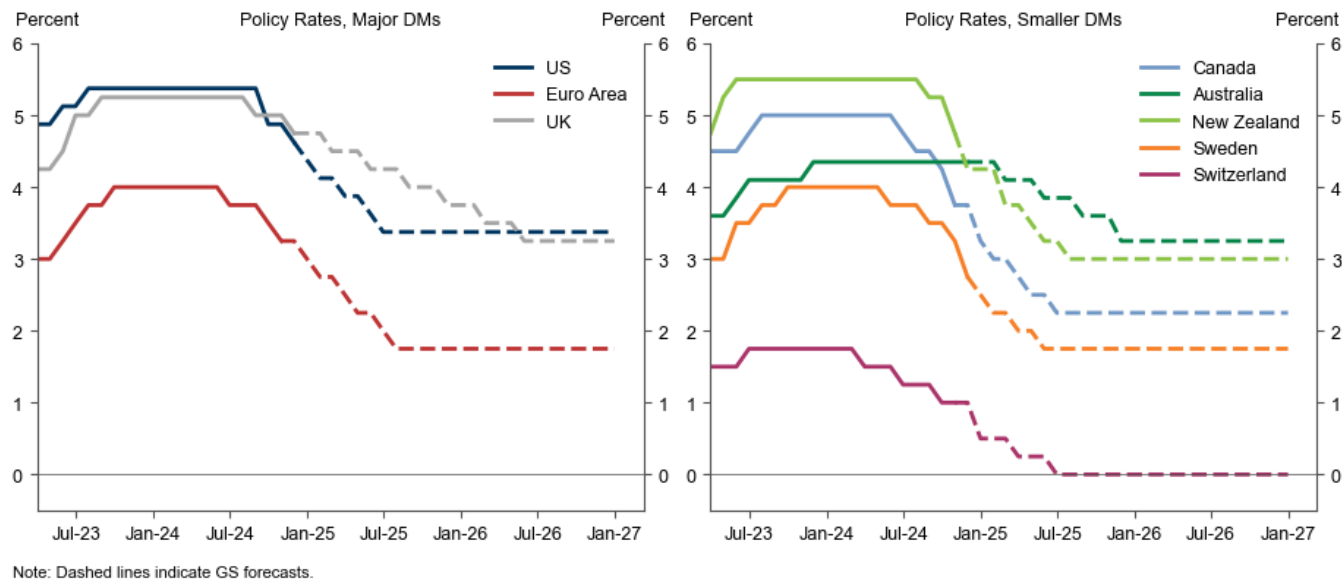


出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 18は、他の先進国に対する当社の政策予測を示している。ユーロ圏では、ECBの連続利下げを予想しており、成長率の下方修正を受けて政策金利の最終値を1.75%に引き下げた。英国では、秋の予算がより拡張的になり、成長見通しが改善したことを反映して、BoEの予測を引き上げ、2025年末までに四半期ごとに3.75%まで利下げし、2026年第2四半期には3.25%の最終金利水準に到達すると予想している。しかし、近い将来の成長が期待外れだった場合、英国の利下げがより速くなるリスクは依然として存在し、当社の最終金利水準は市場見通しを大きく下回っている。

インフレの進展がさらに顕著で、失業率がより大きく上昇している小規模な先進国中央銀行では、より積極的な利下げを予想している。BoC、RBNZ、Riksbankはすでに50bpの利下げを実施しており、BoC、RBNZ、SNBは次回の会合でそれぞれ50bpの利下げを行うと予想している。小規模な先進国の中で例外はオーストラリアで、2月から四半期ごとの利下げが始まると予想している。しかし、ここでも成長が弱く、インフレ指標が利下げサイクルが順調に進んでいる他の先進国とそれほど変わらないことを考えると、リスクはハト派的に偏っていると見ている。

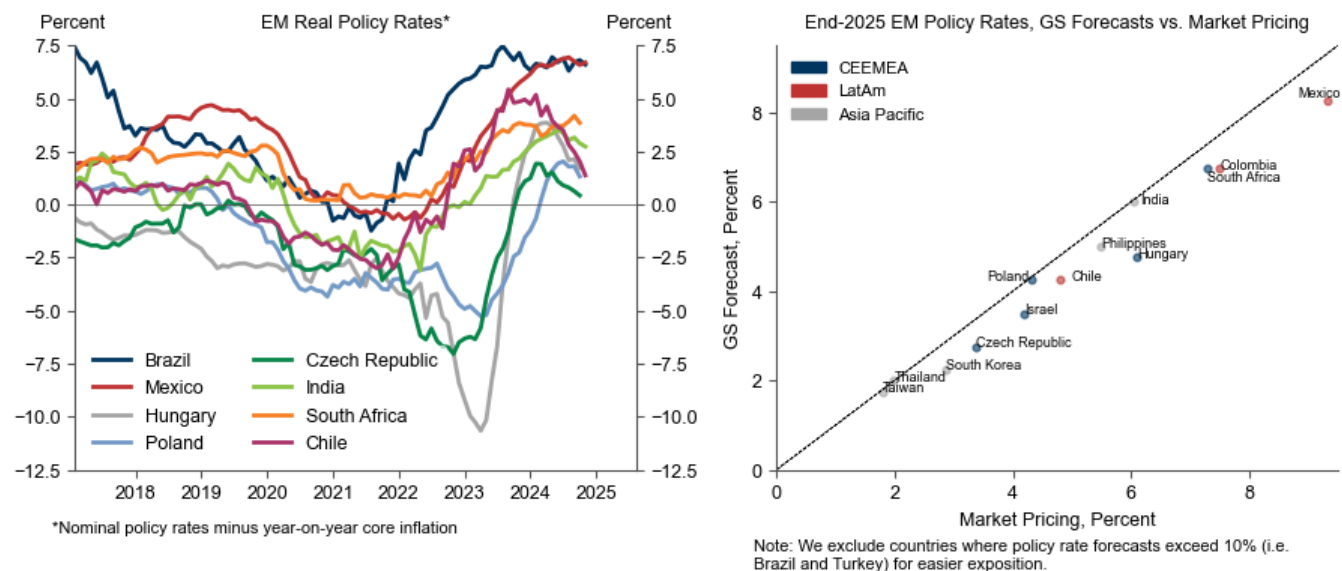
図表 18: 利下げは継続し、小規模な先進国ではより大きなステップになると予想



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

政策金利が中立金利を大きく上回っていることから、新興国でも金融緩和の余地が大きい(図表 19)。これは特に中南米とCEEMEAで顕著だが、アジアでも今後数四半期にわたって利下げが広がると予想している。新興国の利下げ予測の主な例外はブラジルで、過熱した経済が2025年第1四半期までにさらに150bpの利上げ(12.75%へ)を促し、その後2025年末までに125bpの利下げ(11.50%へ)が行われると予想している。当社の新興国政策金利予測は、市場見通しに対してかなりハト派的である。

図表 19: 実質金利の高さは新興国の大幅な緩和余地を残す



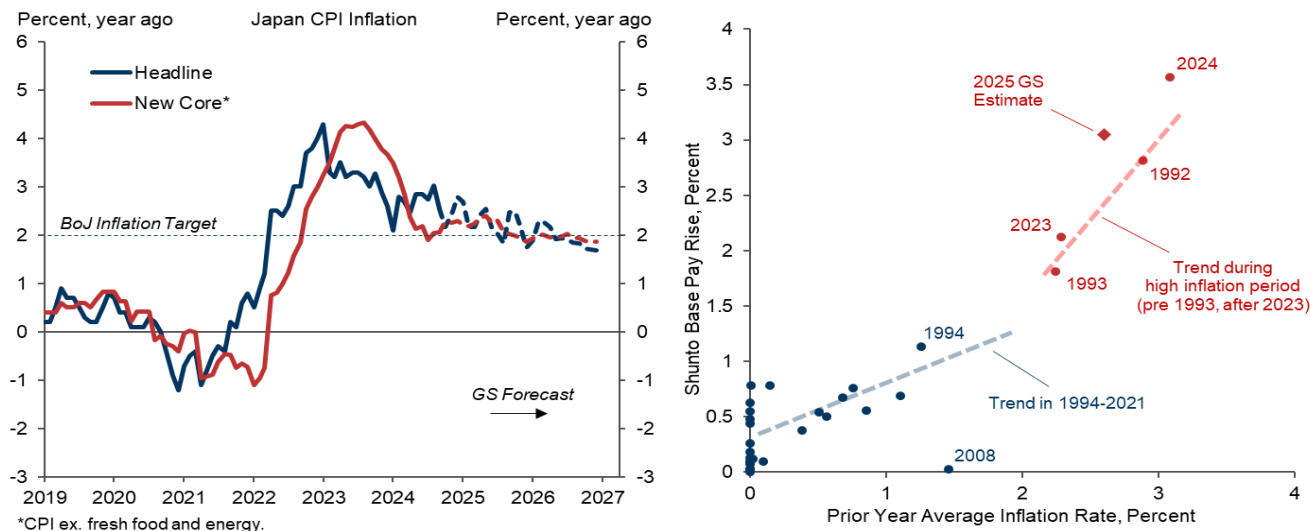
出所: ハーバーアナリティクス, ブルームバーグ, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

着実な利下げという当社の予想から外れる主な国は日本だ。30年間にわたる低インフレ期の後、インフレと賃金の伸びが回復したことで、日銀は2024年3月にマイナス金利政策を解除し、7月に再び利上げを行った。低インフレリスクは過去のものとなり、利上げは継続するとの確信を深めている。賃金の伸びは堅調に推移すると予想され(2025年

春の春闘では基本給が3%超上昇すると予想)、物価上昇との相関関係も強まっており、インフレ期待を固定化する好循環が生まれつつあることを示唆している。さらに、需要はより堅調に見え、政策余地は拡大しており、経済活動が弱まった場合でもインフレの下方リスクが限定的に止まる可能性が高い。

当社は、新コアCPI（生鮮食品とエネルギーを除く）が2025年に前年比2.1%、2026年に年平均で2.0%上昇すると予想しており、日銀が半年ごとの25bpの利上げで政策金利を2025年末までに0.75%、2027年に当社が推計する中立金利水準の1.5%に達するという、利上げパスとも整合的だ(図表 20)。

図表 20: 低インフレリスクの低下は、日銀が徐々に政策を正常化するという当社の確信を高める



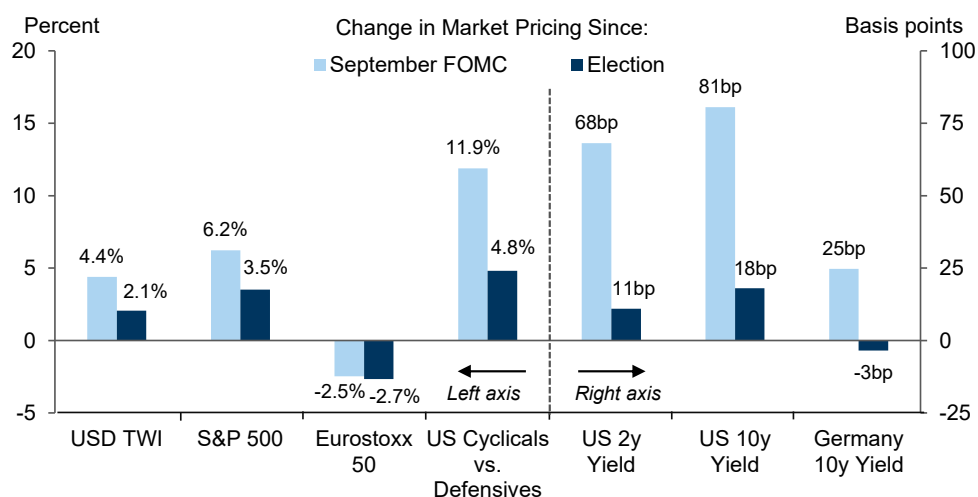
出所：ハーバーアナリティクス，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

米国の成長は改善したが、市場の価格設定も改善

着実な成長、インフレ沈静化、景気後退を伴わない利下げ、そして企業収益を支援する可能性のある政策という当社のベースラインの経済予測は、2025年のリスク資産にとって好ましい環境だ。この見方は、米国経済のアウトパフォームという当社の経済予測とともに、2025年のベースライン市場予測に反映されている。

しかし、重要な課題は、市場がすでにこの種の見通しを織り込む方向に大きく動いていることだ。当社の米国成長見通しは、再びコンセンサス予想を大きく上回っている。しかし、選挙前も選挙後も、投資家は資産に織り込まれている米国成長見通しを大幅に引き上げ、米国株と米ドルを過去最高値に押し上げ、米国と欧州の国債利回りの差を拡大させた(図表 21)。当社のベースライン予測は、依然として株価の上昇と米ドルのさらなるアウトパフォームを正当化するものと考えているが、その判断は以前よりも微妙になっている。米国市場が有利な政策を前倒しで評価するようになるにつれ、最終的に失望するリスクが高まるだろう。

図表 21: 市場の価格設定は、当社のよりポジティブな米国成長見通しにシフト



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

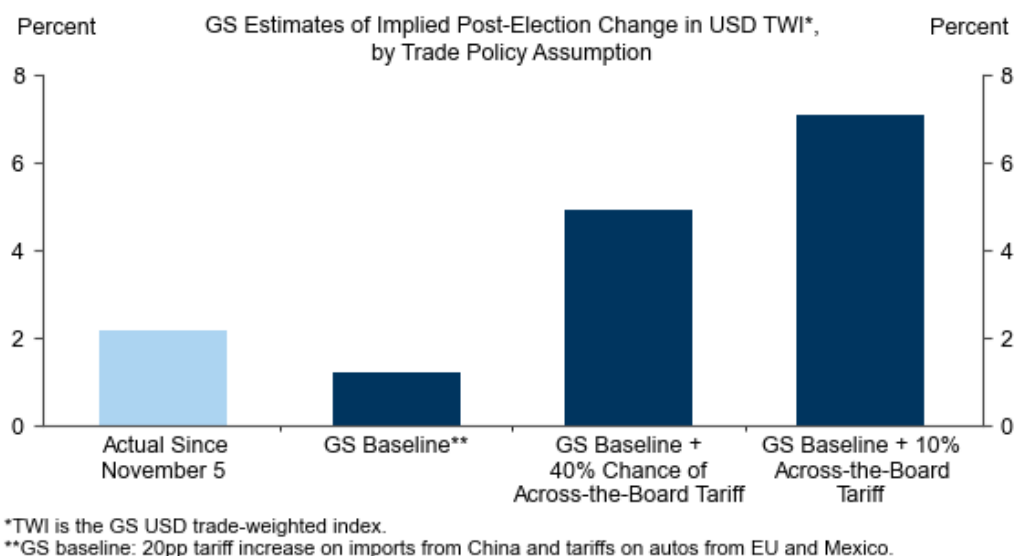
市場が当社の中心的なケースにかなり近づいたため、多くの主要資産に対する当社の予測は現在の水準から大きく離れていない。多くの資産で期待される緩やかなプラスのリターンは、スポット価格の大きな変化よりも、利回りやキャリーから得られるものだ。これは、投資環境が通常よりもさらにベースケースの分布に依存する可能性が高いことを意味する。米国の選挙結果は、政策シフトの分布を拡大させる。中核的な課題は、堅調な米国経済見通しへのエクスポージャーを維持しつつ、主要なテールリスクから保護することにある。

テールリスクへの対応が重要課題に

テールリスクの中で最も大きいのは、より広範な貿易戦争の可能性だ。2018年から2019年にかけての第1弾の関税と、中国の対米貿易依存度の低下を踏まえると、当社のベースラインシナリオで想定されている限定的な関税は、米国経済と中国の貿易・市場の両方にとって、より混乱が少ないものになる可能性が高い。2019年と同様に、関税の実際の発表は、中国の通貨を含む市場を動かす可能性がある。しかし、この面での行動への期待は高く、市場はこれらの結果に対して比較的よく準備されている。

広範囲にわたる関税引き上げの影響は、特に欧州や中国以外の新興国経済に与える潜在的な影響に対して、過小評価されていると当社は考える（中国への追加的な圧力は、すでに関税が予想されているため、比較的小さいはずである）。この方向へのより確固たるシフトは、米ドルのさらなる上昇につながり（図表 22）、米国以外の株式や債券利回りへの下押し圧力を強める可能性があると考えます。当社のベースライン予想では、すでに欧州のGDP成長率はコンセンサスを下回っており、欧州の利回りとユーロ/米ドルはさらに低下している。より広範な貿易戦争は、これらの圧力をさらに強めるだろう。米国市場への影響は不確実であるが、全面的な関税と報復措置の脅威は米国株式にも重くのしかかり、2019年のように最終的に米国の利回りを押し下げる可能性があると考えます。

図表 22: 市場はまだ広範な関税のリスクを織り込んでいないようだ



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

他の分野では、リスクはよりバランスが取れていると考えられる。米国の選挙は、財政拡大の可能性を高め、米国の公的債務プロファイルの持続可能性に新たな焦点を当てたことを示している。しかし、当社の中核シナリオである緩やかな財政刺激策は、米国債市場で財政リスクプレミアムが急激に上昇する可能性は低いと考えている。最近の予算を踏まえて市場がより懸念している英国でさえ、金利と為替市場の両方でこれらのリスクを回避しようとするだろう。当社の堅調な米国成長見通しを考えると、より大きな上振れリスクは、単にFRBの緩和サイクルの早期停止点であり、市場が中立金利が当社の想定よりも高いと判断する可能性がある。当社のベースライン政策パスが市場を大きく上回っており、債券がアンダーパフォームすると予想しているのは日本だけである。今後数年間の米国のインフレ率に対する市場の見方が急激に上昇した後、近い将来のインフレリスクも両面から見られる。短期の米国インフレスワップは、当社の米国インフレ予想を大きく上回る価格で取引されているため、これはすでに広範な貿易リスクの可能性を反映している市場の1つの領域であると考えます。

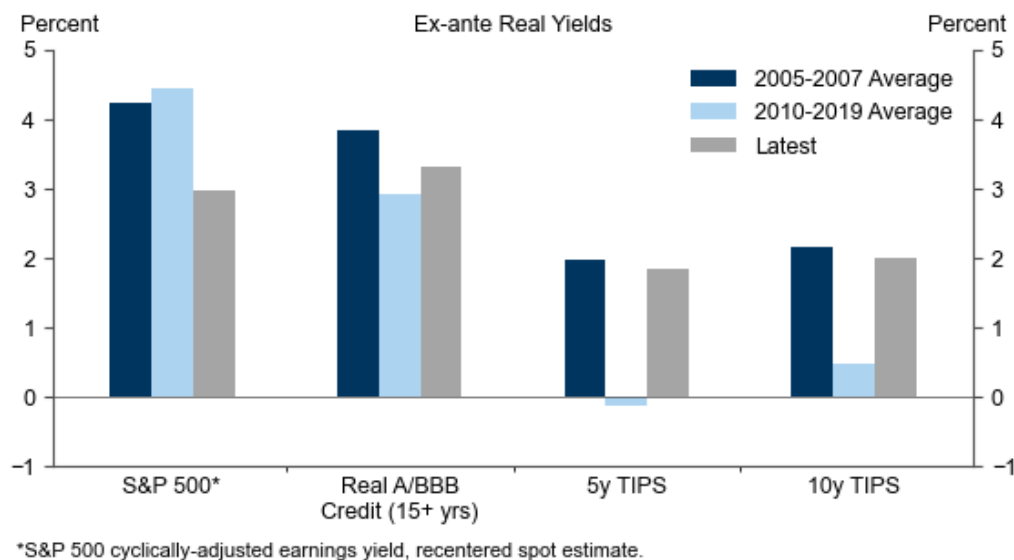
原油市場のテールリスクも両方向にある。当社のベースライン予想では、ブレント価格は70～85ドル/バレルの範囲にとどまると予想している。しかし、その範囲を超えるリスクは高まっている。短期的には、新政権はイスラエルとイランの紛争によりすでに高まっているイランの供給リスクを更に高める。この上振れテールリスクは、ポートフォリオ面で商品のロングの価値を高める。しかし、中期的なリスクは、当社の予想範囲の

下振れに偏っていると当社は考える。これは、2025年に市場に戻り始める可能性のある十分な供給が依然として市場から締め出されているためであり、また、より広範な関税措置が世界的な需要を損なう可能性があるためでもある。これらのシナリオでは、原油価格は再びディスインフレ傾向の追い風になる可能性がある。

高いバリュエーションは下振れリスクを拡大させる

高いバリュエーションは、これらのテールリスクに焦点を当てることの重要性を強調している。米国の株式のバリュエーションは、戦後、1990年代後半を除いて、これまでにない水準にある。最近の上昇の一部は、今後の政策が税引き後利益を押し上げるという期待によるものである。しかし、これを調整しても、米国の株式のバリュエーションは歴史的に高い水準にある(図表 23)。クレジットスプレッドも歴史的な低水準にあり、より高いリスクプレミアムを織り込んでいた市場のセグメントでさえ、現在は圧縮されている。当社のポートフォリオ戦略チームが最近示したように、その結果、株式からの長期的な期待リターンは現在低くなっている(異常に高い市場集中のリスクを考慮すると、今後10年間で名目リターンは3%と推定している)。その結果、より長期的な政府債券とクレジットの期待リターンは比較的良く見え、株式リスクプレミアムと株式クレジットプレミアムが歴史的に低い水準にあることを反映している。

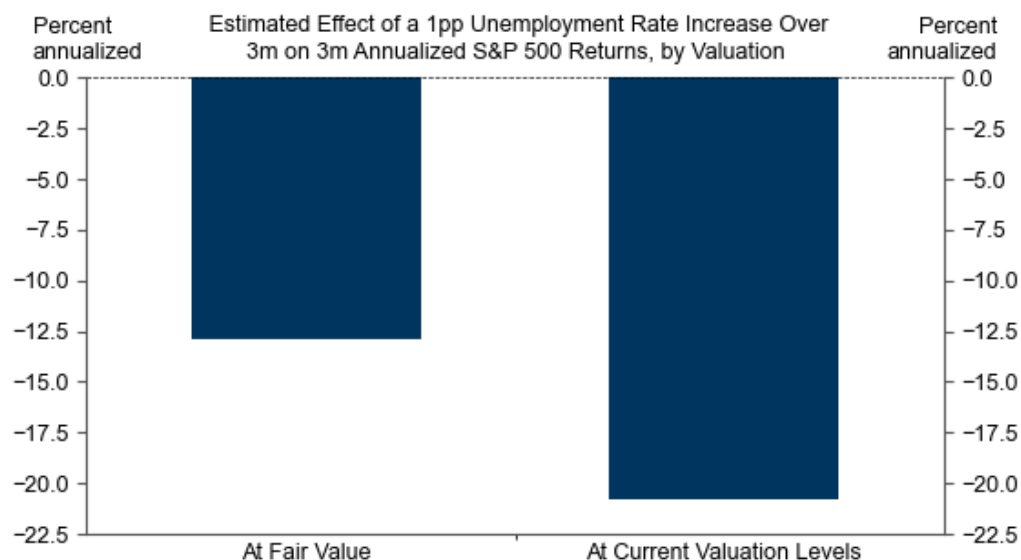
図表 23: 株式益回りは歴史的に低い



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

景気循環の追い風が強ければ、バリュエーションが割高であっても株価はさらに上昇する可能性がある。これは2024年にすでに見られたことだ。米国株の場合、バリュエーションが高いと、景気サイクルが悪化したときにその代償を払うことが多い(図表 24)。当社のベースライン予想では、2025年にはそのような事態は避けられる可能性が高い。しかし、成長リスクが予想以上に急激に高まった場合、株価の下落は通常よりも速く、深刻なものになる可能性がある。8月初旬にリスク資産が急落し、ボラティリティが急上昇したことは、そのような感応度の高さを示す前兆かもしれない。この下振れリスクの増大は、別の種類の「バリュエーションの課題」にも注意を払う重要性を浮き彫りにしている。それは、当社のより楽観的なマクロ予測が資産価格に完全に反映されているように見える時点である。2024年と同様に、市場が当社のマクロ見通しの要素に明らかに疑念を抱いている場合には、当社の資産市場見通しをより強く主張する可能性が高い。

図表 24: バリュエーションが高いほど、景気悪化の影響を受けやすくなる

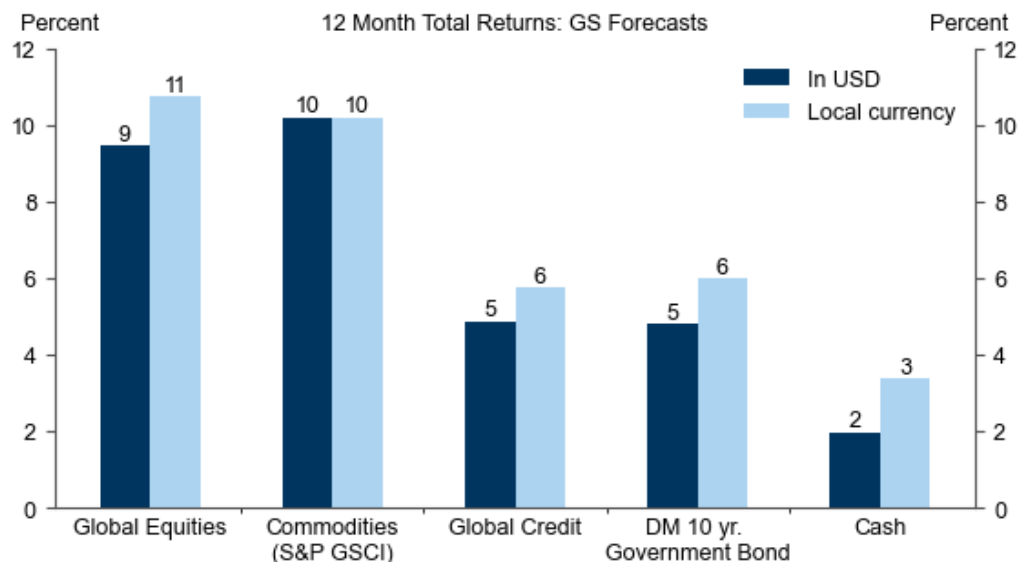


出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

エクスポージャーを維持し、テールリスクを抑制する

市場はすでに当社のマクロ見通しの主要な要素を織り込んでいるが、主要な資産クラス全体で緩やかなプラスのリターンを予想している（図表 25）。米国の成長力は依然として米国株のアウトパフォームと米国債のアンダーパフォームを支えるはずであり、米ドルもさらに上昇すると予想される。バリュエーションが低いことを踏まえると、新興国株は債券をアウトパフォームする可能性が高い。また、米ドル高の環境下では、新興国通貨建て債券よりもハードカレンシー建て債券の方がディフェンシブであることが証明されるだろうが、テールリスクを回避できれば、現地通貨建て資産の方がパフォーマンスを発揮する余地が大きい。商品市場は、価格変動による貢献が低下する一方で、ポジティブなロールリターンの恩恵を受け続けるはずである。

図表 25: 主要資産クラス全体で緩やかなプラスのリターンを予想



出所: データストリーム, 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

主な課題は、これらのテーマへのエクスポージャーを維持しつつ、主要なテールリスクを抑制することだ。分散投資は、これらの課題のいくつかに対処するのに役立つ。2024年には、多くの国でインフレ率が低下し続けており、FRBを含む中央銀行は成長リスクに重点を置くことが可能となった。成長とインフレ/政策ショックの両方からリスクが見られ、特に今後数ヶ月はトランプ政権の政策課題が具体化する中で、そのリスクが高まると予想される。しかし、市場はこれらの異なるリスクの間を行き来する可能性があるものの、中期的には債券と株式の相関関係は高まるよりも低下する可能性が高いと考えている。これは、米国債、さらにはドイツ国債や英国債が、ポートフォリオにおいて重要な分散化の役割を果たすことができることを意味している。TIPSも魅力的だ。成長が期待外れだった場合、実質利回りは低下する余地があるが、インフレヘッジとしての価値は依然として高い。米国株のエクスポージャーを中型株やより均等配分型に広げることで、集中リスクやバリュエーションリスクを軽減することができるかもしれない。また、米ドルのロングポジションは、米国の金利上昇リスクと関税拡大リスクの両方に対するヘッジとなるため、米国の投資家が海外債券（および株式）のエクスポージャーをヘッジし続ける根拠となる。

2024年と同様に、マクロテールリスクに対するヘッジとしてオプションを活用することには強い議論があると考ええる。選挙後、株式のボラティリティが低下しており、これにより、コールオプションを通じて米国資産へのアップサイドエクスポージャーを再び得ることが容易になっている。また、より深いダウンサイドエクスポージャー（いくつかの主要なリスクに脆弱な欧州株式を含む）も、より魅力的な価格に見えている。ロングUSDオプションは依然として魅力的であり（特にEUR、CAD、SGD、KRWに対して）、金や原油の上昇は依然としていくつかの主要なテールリスクに対するヘッジとなり得る。米国の政策リスクが顕在化しなければ、一部の資産は恩恵を受ける可能性もある。2017年、最初のトランプ政権の最初の年には、新興国株式と通貨が最終的にアウトパフォームした。より抑制された米国の財政刺激策、またはより狭い範囲に焦点を当てた貿易アジェンダは、これらのリスクが最も明確に反映されている新興国ユニバースの一部に再び救済をもたらす可能性がある。そのようなアップサイドへのエクスポージャーも有用かもしれない。潜在的な市場結果の範囲が広がっていることを考えると、2025年に資産

全体のボラティリティが低下した場合は、ヘッジを追加する機会となる可能性が高い。

GS MACRO OUTLOOK 2025

[Explore >](#)

補足資料

GS市場予測：株式、クレジット、債券でプラスのリターン、米ドルは堅調を維持

	Current Level	GS Forecasts			Forward pricing			Upside vs. forward pricing		
		3m	6m	12m	3m	6m	12m	3m	6m	12m
Equities										
S&P 500	5985	6100	6300	6500	6056	6114	6224	1%	3%	4%
STOXX Europe 600	502	500	520	530	505	501	501	-1%	4%	6%
Topix	2708	3000	3000	3100	2709	2684	2665	11%	12%	16%
MSCI AC Asia-Pac ex Japan	579	595	610	630	584	587	590	2%	4%	7%
MSCI EM	1094	1100	1140	1200	1105	1113	1122	0%	2%	7%
10 Year Government Bond Yields										
US	4.45%	4.30%	4.28%	4.25%	4.46%	4.47%	4.52%	-16 bps	-20 bps	-27 bps
Germany	2.39%	2.15%	2.05%	1.90%	2.40%	2.40%	2.45%	-24 bps	-35 bps	-55 bps
Japan	1.05%	1.20%	1.35%	1.55%	1.11%	1.16%	1.25%	9 bps	19 bps	30 bps
UK	4.52%	4.23%	4.15%	4.05%	4.53%	4.54%	4.55%	-31 bps	-39 bps	-50 bps
2 Year Government Bond Yields										
US	4.29%	3.88%	3.73%	3.70%	4.23%	4.21%	4.23%	-35 bps	-49 bps	-53 bps
Germany	2.17%	1.95%	1.78%	1.60%	2.03%	1.93%	1.89%	-8 bps	-16 bps	-29 bps
Japan	0.53%	0.70%	0.90%	1.15%	0.58%	0.60%	0.62%	12 bps	29 bps	53 bps
UK	4.49%	4.33%	4.13%	3.88%	4.43%	4.32%	4.11%	-10 bps	-19 bps	-24 bps
Corporate Bond Spreads (bps, upside vs. spot)										
Bloomberg Barclays US IG	76	80	82	84				4	6	8
Bloomberg Barclays US HY	255	275	287	297				20	32	42
iBoxx EUR IG	112	116	119	124				4	8	12
BAML EUR HY	320	328	335	347				8	15	27
EM Hard Currency Sovereign	323			360						37
Commodities										
WTI Crude Oil (\$/bbl)	68.4	71.0	73.0	69.0	67.9	67.4	66.4	5%	8%	4%
Brent Crude Oil (\$/bbl)	72.3	76.0	77.0	74.0	71.7	71.3	70.4	6%	8%	5%
LME Copper (\$/mt)	8,918	9,600	9,740	10,650	9,047	9,159	9,333	6%	6%	14%
LME Aluminum (\$/mt)	2,498	2,640	2,678	2,733	2,530	2,539	2,575	4%	5%	6%
Iron ore 62% Fe (\$/mt)	102	103	97	90	100	100	98	3%	-3%	-8%
COMEX Gold (\$/troy)	2,587	2,790	2,860	2,980	2,605	2,636	2,693	7%	8%	11%
TTF Natural Gas (EUR/MWh)	43.9	42	40	38	43.8	42.1	39.7	-4%	-5%	-4%
NYMEX Natural Gas (\$/mmBtu)	2.98	3.00	2.80	3.25	2.94	2.97	3.77	2%	-6%	-14%
FX (upside vs. USD)										
EUR/USD	1.06	1.06	1.05	1.03	1.06	1.07	1.08	0%	-1%	-4%
USD/JPY	155	155	157	159	154	152	149	-1%	-3%	-6%
GBP/USD	1.27	1.32	1.32	1.30	1.27	1.27	1.27	4%	4%	3%
AUD/USD	0.65	0.66	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	2%	0%	0%
USD/CHF	0.88	0.89	0.89	0.88	0.88	0.87	0.85	-1%	-2%	-3%
USD/MXN	20.6	20.8	20.5	20.0	20.9	21.1	21.7	1%	3%	9%
USD/BRL	5.81	5.70	5.60	5.60	5.89	5.97	6.20	3%	7%	11%
USD/INR	84.4	85.5	86.0	86.0	84.8	85.2	86.2	-1%	-1%	0%
USD/CNY	7.20	7.40	7.50	7.50	7.15	7.12	7.06	-3%	-5%	-6%

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

付属開示事項

レギュレーションAC

私達、ヤン・ハチウス、ドミニク・ウィルソン、ジョセフ・ブリッグス、Vickie Chang、ジョヴァンニ・ピエールドメニコ、Sarah Dong、Megan Petersは、ここに本リポートで表明された全ての見解が、私達の見解を正確に反映したものであり、当社の業務や顧客との関係への配慮により影響を受けていないことを証明します。

特に断りのない限り、本リ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；役員に兼任；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業務**：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、本資料の初めに記載された最初のアナリストが、同項が定義する、本資料の内容に主たる責任を負う、ブラジルで資格登録されたアナリストとなります。**カナダ**：この情報は情報提供のみを目的として提供されており、いかなる状況においてもゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーによるカナダの証券購入者へのカナダの証券を取引するための広告、募集売り出し、または勧誘として解釈されるべきではありません。ゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーは、適用されるカナダの証券法上カナダのいかなる法域においてもディーラーとして登録されておらず、通常カナダの証券の取引は許可されていません。カナダの法域によっては特定の証券や商品の販売が禁止されている場合があります。カナダの証券またはその他の商品のカナダでの取引をご希望される場合は、ゴールドマン・サックス・グループ・インクの関連会社であるゴールドマン・サックス・カナダ・インクまたは登録されたカナダのディーラーに連絡してください。**香港**：本資料に記載された、当社アナリストが調査対象としている企業の有価証券に関し、さらに詳しい情報がご入用の際には、ゴールドマン・サックス(アジア)L.L.C.にお問い合わせください。**インド**：本資料に記載された企業に関しさらに詳しい情報がご入用の際には、ゴールドマン・サックス(インド)セキュリティー・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)で定義された)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・プライベート・リミテッド投資家相談担当E-mail: india-client-support@gs.com、コンプライアンス・オフィサー Anil Rajput 電話番号 + 91 22 6616 9000 Email: anil.m.rajput@gs.com。**日本**：金融商品取引法第37条に定める事項の表示をご参照ください。**韓国**：本資料及びそのアクセスは、ゴールドマン・サックスとの別段の同意がない限り、韓国金融投資サービスおよび資本市場法の「プロフェッショナル投資家」に向けたものです。本資料に記載された企業に関しさらに詳しい情報がご入用の際には、ゴールドマン・サックス(アジア)L.L.C. ソウル支店までお問い合わせください。**ニュージーランド**：ゴールドマン・サックス・ニュージーランド・リミテッドおよびその関連会社は(Reserve Bank of New Zealand Act 1989で定義される)「登録銀行」でも「預金受入機関」でもありません。本資料および本資料の入手や利用は、ゴールドマン・サックスが別段に合意した場合を除き、Financial Advisors Act 2008で定義されている”wholesale clients”のみを対象としています。オーストラリアおよびニュージーランドのゴールドマン・サックスにおける利益相反に関する開示事項は

<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html> をご覧ください。**ロシア**：ロシア連邦で配布される調査リポートは、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。調査リポートは、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)までお問合せください。**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・リポートと関連してお読みいただき、ゴールドマン・サックス・インターナショナルから送られたリスク警告を参照して下さい。これらのリスク警告の写しや本資料で使用した金融用語の用語解説をご希望の方は、ゴールドマン・サックス・インターナショナルまでお問い合わせ下さい。

欧州連合ならびに英国：投資推奨または投資戦略を推奨、提案するその他の情報の客観的な提示、および個人の利益の開示または利益相反の表明の技

術的な手続きに関する規制技術基準についての欧州議会および理事会規則(EU) No 596/2014を補足する欧州委員会委任規則(EU) (2016/958)の第6条2項(英国の欧州連合および欧州経済領域からの離脱後に英国の国内法や規制に組み込まれる委任規則も含む)に関連する開示情報は、欧州での投資調査に関する利益相反管理方針を記載した<https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html>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・モビリアリオスS.A.が、パブリック・コミュニケーション・チャネル・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・ニューージーランド・リミテッドが、ロシアでは000ゴールドマン・サックスが、シンガポールではゴールドマン・サックス(シンガポール)Pte(Company Number: 198602165W)が、米国ではゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーが、これを行います。ゴールドマン・サックス・インターナショナルは英国国内での本資料の配布を承認しています。

英国ブルーデンス規制機構(「PRA」)により認可され、英国金融行動監視機構(「FCA」)ならびにPRAの監督を受けるゴールドマン・サックス・インターナショナル(「GSI」)は、英国国内における本資料の配布を承認しております。

欧州経済領域：PRAにより認可され、FCAならびにPRAの監督を受けるGSIは欧州経済領域内の以下の管轄地域で調査資料を配布します：ルクセンブルク大公国、イタリア、ベルギー王国、デンマーク王国、ノルウェー王国、フィンランド共和国、アイルランド共和国；フランスでは、フランス健全性監督統制処理機構(「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SFSAより「第三国支店」として認可されており、スウェーデン王国内で調査資料の配布を行います。ドイツで法人化された金融機関であり、単一監督メカニズム内で欧州中央銀行の直接のブルーデンス規制の対象となり、その他の点ではドイツ連邦金融監督庁(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)およびドイツ連邦銀行の監督を受けるゴールドマン・サックス・バンク・ヨーロッパSE (「GSBE」)が、ドイツ連邦共和国内および欧州経済領域内でGSIが認可されていない管轄地域で調査資料を配布します；また、デンマーク王国では、デンマーク金融監督庁の監督を受けるGSBE コペンハーゲン支店(filial af GSBE, Tyskland)が調査資料を配布します；スペイン王国では、(限られた範囲で)スペイン銀行の国内での監督対象となるGSBE - Sucursal en España(マドリッド支店)が調査資料を配布します；イタリアでは、関係する適切な範囲内でイタリア銀行(Banca d'Italia)およびイタリア証券取引委員会(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa “Consob”)の国内での監督対象となるGSBE - Succursale Italia(ミラノ支店)が調査資料を配布します；フランスでは、AMFとACPRの監督対象となるGSBE - Succursale de Paris(パリ支店)が調査資料を配布します；スウェーデン王国では、限られた範囲でSwedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen)の国内での監督対象となるGSBE - Sweden Bankfilial(ストックホルム支店)が調査資料を配布します。

一般的な開示事項

本資料はお客様への情報提供のみを目的としています。ゴールドマン・サックスに関する開示事項を除き、本資料は信頼できるとされる現在の公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性に関する責任を負いません。本資料に記載された情報、意見、推定、予想等は全て本資料発行時点のものであり、事前の通知なしに変更される場合があります。当社は本資料中の情報を合理的な範囲で更新するようにしていますが、法令上の理由などにより、これができない場合があります。定期的に発行される一部の業界リポートを除いて、大部分のリ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もありません。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どう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係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.theooc.com/about/publications/character-risks.jsp>および<https://www.fiadocumentation.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・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リポートが作成され、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、当該リ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。