

日本経済アナリスト

# 2024年日本経済見通し：インフレと賃上げの持続性が試される年に

## GS MACRO OUTLOOK 2024

Explore >

2024年の日本経済は、3年連続での2%を超えるインフレと、2年連続での2%を超えるベースアップ率(ベース賃金上昇率)をそれぞれ達成できるか、その持続性が試される重要な年となるだろう。

当社は、2024年春闘でベースアップ率は2.5%に上昇し、サービス業での価格上昇につながる可能性が高いとみる。但し、コストプッシュ・インフレ要因の剥落に伴い、コアCPI(生鮮食品を除く)や新コアCPI(生鮮食品・エネルギーを除く)は2%超の上昇率を維持しつつも、緩やかに減速してゆくと予想する。

実質GDP成長率は、コロナ禍からのリオープン需要に支えられた2023年(暦年)の1.9%から、2024年は1.5%に減速するものの、潜在成長率(当社長期見通し: 0.9%)を引き続き上回る見込みだ。賃金上昇と5兆円の所得税還元により、実質可処分所得は4年ぶりに増加に転じ、2024年の個人消費の回復に寄与するだろう。グローバル景気も底堅く、財輸出は2024年も緩やかな増加を予想する。訪日外国人客による消費は、2023年のコロナ禍後の急増から、2024年はより緩やかな回復軌道を辿る見込みだ。

注目は日銀だ。日銀は、2024年春闘の賃上げ率が十分に高いことを確認したうえで、2024年4月にフォワードガイダンスを引き締め方向に変更し、同時に10年金利の「目途」(リファレンス金利)を1.0%から1.25%に引き上げると当社では考えている。その後、賃上げがサービス価格の上昇につながり、「賃金と物価の好循環」の成立が確認された後、日銀は2024年10月にマイナス金利解除に踏み切る予想だ。ただし、賃上げの結果としてのサービス価格上昇が確認できるタイミングには高い不確実性がある。

日本の金利上昇に伴い、政府債務のサステナビリティに対する懸念が高まりつつある。もっとも、金利上昇が賃金と物価の持続的な上昇(すなわち、名目GDP成長率の上昇)を伴う限り、債務/GDP比率の上昇は抑制され、サステナビリティに対するリスクは限定されると当社は考えている。

太田 知宏  
+81(3)6437-9984 |  
tomohiro\_ota@gs.com  
Goldman Sachs Japan Co., Ltd.

田中 百合子  
+81(3)6437-9964 |  
yuriko.tanaka@gs.com  
Goldman Sachs Japan Co., Ltd.

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

# 2024年日本経済見通し：インフレと賃上げの持続性が試される年に

## 2024年のグローバル経済

### 2024年も底堅い成長とインフレ減速が続く

2023年のグローバル経済は、高金利環境にもかかわらず底堅い成長が続き、一方でインフレは順調に減速している。この組み合わせは2024年も継続しそうだ。

2024年のグローバル実質GDP成長率は2.6%(2023年見込み：2.7%)と、引き続き底堅い成長が予想される。欧米を中心に、実質家計所得改善、金融・財政政策引き締め効果の縮小、製造業活動の回復等が成長を支えるだろう。インフレ率が3%未満まで減速すれば、景気減速時に中央銀行が「保険」としての緩和に動く可能性も高い。これらを考慮すると景気後退に陥る可能性は低く、当社では米国の景気後退確率を引き続き15%とみている。

但し、当社の底堅い景気回復シナリオ下では政策金利が「高く・長く」維持され、主要国の利下げタイミングも2024年後半以降となる見込みだ。また利下げのペースは緩やかで、各中央銀行は政策金利を現在認識されている長期均衡金利を上回る水準に維持するだろう。

中国では、不動産セクターが2024年も経済活動の足かせとなるものの、今後拡大が予想される政府の緩和策と設備投資増に支えられ、実質GDP成長率は4.8%と、2023年(5.3%)対比小幅減に留まると予想する。もっとも、中国経済の長期的な成長鈍化は続くと思われる。

当社為替チームによるドル円レート予測は、3ヵ月先と6ヵ月先に155円、12ヵ月先は150円となっている。米国連銀がFF金利を「高く・長く」維持する間はまだ一段の円安余地があるとみる。日銀がマイナス金利を解除し、米国連銀が緩和に転じる2024年末にかけ、日米金利差が縮小し、徐々にドル円レートも修正に向かう見通しだ。

図表 1: 2024年もグローバル経済は底堅い成長を予想  
各国・地域の実質GDP成長率

	2022年 実績	2023年		2024年		2025年	
		当社予測	市場予測	当社予測	市場予測	当社予測	市場予測
米国	1.9	2.4	2.3	2.1	1.0	1.9	1.8
日本 (暦年)	1.0	1.9	1.9	1.5	1.0	1.1	1.0
(年度)	1.4	1.9	1.8	1.5	0.9	1.1	0.9
ユーロ圏	3.4	0.5	0.5	0.9	0.7	1.5	1.5
ドイツ	1.9	-0.1	-0.4	0.6	0.5	1.3	1.5
フランス	2.5	0.9	0.8	1.1	0.8	1.3	1.4
イタリア	3.9	0.7	0.7	0.7	0.6	1.2	1.2
スペイン	5.8	2.4	2.3	1.7	1.4	1.7	2.0
英国	4.3	0.5	0.4	0.5	0.4	1.0	1.3
アジア (除く日本)	3.7	5.1	4.7	4.7	4.5	4.4	4.5
中国	3.0	5.3	5.2	4.8	4.5	4.2	4.5
インド	6.7	6.4	6.5	6.3	6.1	6.5	6.4
韓国	2.6	1.5	1.3	2.3	2.1	2.4	2.3
オーストラリア	3.7	2.0	1.8	1.8	1.5	2.4	2.2
ブラジル	2.9	3.1	3.0	1.6	1.6	2.4	2.0
ロシア	-2.1	2.4	2.0	2.1	1.3	1.3	1.2
世界	3.0	2.7	2.5	2.6	2.1	2.7	2.7

出所：ブルームバーグ、JCER、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

## 2024年の日本経済見通し

### 1. 見通しの概要

#### 物価と賃金：インフレと賃上げの持続性が試される年に

2024年は、3年連続での2%を超えるインフレ、及び2年連続での2%を超えるベースアップ率(ベース賃金上昇率)の達成と、その持続性が試される重要な年となるだろう。当社は、2%を上回るインフレは労働者のインフレ懸念を高めて労働組合の交渉態度を強化し、2024年春闘でも2.5%のベースアップ率を達成すると予想する。そして、2年連続での2%台の賃上げは、今まで労働コスト増の価格転嫁を躊躇ってきたサービス業での価格上昇につながる可能性が高いとみる。

但し、この「賃上げの結果としてのインフレ」は、2022-23年のインフレを牽引してきた輸入価格由来のコストプッシュ・インフレの剥落で相殺され、コアCPIや新コアCPIは+2%台を維持しつつ緩やかに減速してゆく予想だ。特にコアCPIは、政府のエネルギー価格抑制策の変更に左右され、不安定な動きが続きそうだ。

#### 実体経済：潜在成長率を上回る成長が続く

日本経済予測を示した。実質GDP成長率は、コロナ禍からのリオープン需要に支えられた2023年(暦年)の1.9%から2024年は1.5%に減速するものの、潜在成長率(当社長期見通し：0.9%)を引き続き上回ると予想する。

2024年春闘での一段の賃上げに加え、物価が年末に向けて徐々に減速することで、実質賃金のマイナスは2024年に解消するとみられる。政府による約5兆円の所得税還元がこれに加わり、実質可処分所得は4年ぶりにプラスへ転じる見込みだ。この実質可処分所得の改善を背景に、2024年の個人消費は回復へ向かうと予想する(図表 2、図表 3。詳細予測は巻末の表を参照)。

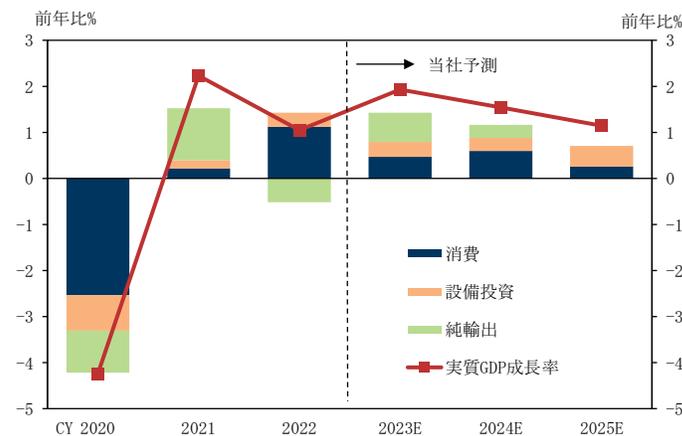
財輸出は、底堅いグローバル景気にも支えられ、2024年も緩やかな増加が続く見込みだ。2023年に急増した訪日外国人客による消費(いわゆるインバウンド消費)は、2024年は宿泊施設のキャパシティー問題もあり、緩やかな回復軌道を辿るだろう。この間、設備投資は2023年と同程度の緩やかな回復を予想する。

図表 2：2024年も潜在成長率を上回る成長率を予想

	年度				暦年			
	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
実質GDP (前年比)	1.4	1.9	1.5	1.1	1.0	1.9	1.5	1.1
消費支出	2.5	0.2	1.4	0.4	2.1	0.9	1.1	0.5
設備投資	3.1	0.8	2.4	2.8	1.9	1.8	1.8	2.8
住宅投資	-3.0	3.3	1.6	1.6	-3.5	2.5	1.8	1.8
民間在庫 (寄与度)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.4	-0.1	0.0	0.0
輸出	4.5	3.2	3.1	3.3	5.1	2.1	4.1	3.1
輸入	7.2	-2.1	3.5	3.4	8.0	-1.1	2.7	3.2
政府消費	0.7	0.3	0.6	0.7	1.2	0.4	0.5	0.6
公的固定資本形成	-3.1	2.3	4.0	5.0	-7.2	2.7	3.2	5.0
名目GDP (前年比)	2.0	4.9	3.8	2.8	1.3	4.9	3.8	2.9
コアCPI (前年比)	3.0	3.0	3.1	2.1	2.3	3.1	3.1	2.4
新コアCPI (前年比)	2.2	4.0	2.5	2.0	1.1	4.0	2.8	2.0
政策金利 (期末値%)								
短期金利目標	-0.10	-0.10	0.00	0.25	-0.10	-0.10	0.00	0.25
市場金利 (期末値%)								
10年国債利回り	0.33	1.15	1.30	1.30	0.41	1.00	1.30	1.30
ドル円レート (期末値)	132.7	155.0	150.0	140.0	131.8	155.0	150.0	140.0

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 3: 2024年日本経済のけん引役は個人消費  
実質GDP成長率と寄与度分解



出所：内閣府，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

### 金融・財政政策：日銀はマイナス金利解除へ。金利上昇でも債務のサステナビリティが損なわれるリスクは低い

日銀にとっては、2006年以来となる政策金利引き上げの可否を決める重要な1年となる。2022年12月以降3度にわたって行われたイールドカーブコントロール(YCC)修正は、あくまでも「金融緩和の持続性を維持するためのオペレーショナルな修正」であり、これによってマイナス金利解除の可能性が高まったわけではないと当社は判断している。

日銀は利上げに当たり、賃金上昇が物価上昇につながり、物価上昇が更なる賃金上昇につながる「賃金と物価の好循環」の成立を重視している。現時点ではこの成立は確認されておらず(今の物価上昇はコスト・プッシュの側面が強い)、日銀は利上げに対して慎重な態度を崩していないが、2024年春闘で高い賃上げ率が確認されれば、2024年4月にフォワードガイダンスを引き締め方向に変更し、同時に10年金利の「目途」(リファレンス金利)を1.0%から1.25%に引き上げると当社では予想する(これはYCCの枠組みの中でのQEテーパリングに相当する)。

その後、賃上げがサービス価格の上昇につながり、好循環の成立が確認された後、日銀は2024年10月にマイナス金利解除に踏み切り、同時にYCCも正式に廃止すると予想する。ただし、賃上げの結果としてのサービス価格上昇が確認できるタイミングには高い不確実性がある。

日本の金利上昇に伴い、政府債務のサステナビリティに対する懸念が高まりつつある。金利の上昇は利払い費の増加を通じて債務の更なる増加につながるためだ。もっとも、日銀が「持続的なインフレを確認した上での利上げ」を標榜する限り、サステナビリティリスクは限定されるとみられる。持続的なインフレは名目GDP成長率の安定的な上昇を意味し、サステナビリティの重要指標である債務/GDP比率を低下させるからだ。この結果、金利上昇と名目GDP成長率上昇(持続的なインフレ)の影響は相殺され、債務/GDP比率の上昇が抑制される。

## 2. 見通しの詳細

### 個人消費：実質可処分所得は4年ぶりにプラスへ・2024年の消費回復を牽引

2024年は、消費者の購買力が改善に転じる年となるだろう。名目賃金の上昇とインフレ率の低下により（後述）、実質賃金は2023年度の前年比-0.4%（当社予測）から2024年度は0%に上昇、マイナス成長が解消される見込みだ<sup>1</sup>（後述）。これに加えて、11月2日に発表された経済対策に盛り込まれた5兆円規模（GDP比1%）の所得税還元策が、名目可処分所得上昇率を1.6pp押し上げる<sup>2</sup>。これらの要因をまとめた図表 4は、2024年の日本の実質可処分所得上昇率が4年ぶりにプラスへと転じることを示している。

実質賃金の改善と一時的な所得税還元は、消費に対して異なる影響を持つと考えられる。まず、当社は実質賃金の1%増加は消費を0.3%程度押し上げると試算している<sup>3</sup>。2024年の実質賃金伸び率が0.4pp改善することで、消費は約0.1pp押し上げられる計算だ。

次に、大半が2024年夏に支給されるとみられる所得税還元では、短期的な消費押し上げ効果が期待できる。内閣府の分析によると、2020年6月に、全国民に一律10万円（総額13兆円）を支給した際は、消費の増加幅は給付額の約20%だった。また、消費増は給付の直前直後の3か月に集中した。なお今回の所得税還元は、2020年当時と違い消費行動に制約がない時期に行われることを考慮し、消費への影響は還元額の3割強、1.8兆円になると予想する<sup>4</sup>。個人消費は2024年Q2に前期比年率で3pp、Q3に7pp程押し上げられる計算だ（図表 5）。それぞれ翌四半期には一部反動減があるものの、2024年の個人消費はこれらの還元策がない場合に比べ0.5pp程度高くなる見込みだ。

この間、コロナ禍後の消費パターンの変化による外食等「日常サービス消費」の停滞や、金利上昇による将来の住宅ローン支払い負担増加懸念等が、ある程度の消費抑制効果をもたらす可能性がある。但し、当社は実質所得環境の改善効果が上回ると見込んでおり、2024年（暦年）の個人消費伸び率は1.1%と2023年の0.9%から改善する予想だ。

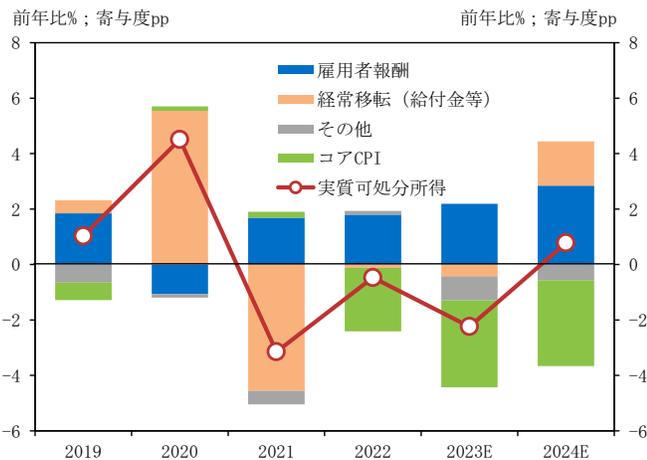
<sup>1</sup> 本稿では特筆のない限り暦年で表記するが、賃金に関してはデータの制約等から年度で表記する。

<sup>2</sup> 所得税は一人当たり一律4万円を減税（納税者及びその扶養者；支出総額は約4兆円）として2024年夏に還元される方針だ。これに加えて、住民税非課税世帯には7万円（約1兆円）を別途給付する。国民への還元は総額5兆円となる。

<sup>3</sup> 1994年度～2019年度の実質可処分所得及び実質家計消費の前年比から試算した限界消費性向。内閣府（2010）や日銀（2016）も、概ね同様の推定結果を示している。

<sup>4</sup> 一足早く配られる非課税世帯への給付（1.1兆円）の4～5割（脚注1で引用した両分析では、所得階層が下位の世帯での限界消費性向は0.4と推定されている）が、2024年夏の所得税還元（3.5兆円）の3割（内閣府（2010、2011）の分析では、2008年の給付金の25-33%が消費増につながったと推定されている）がそれぞれ消費に回ると仮定している。

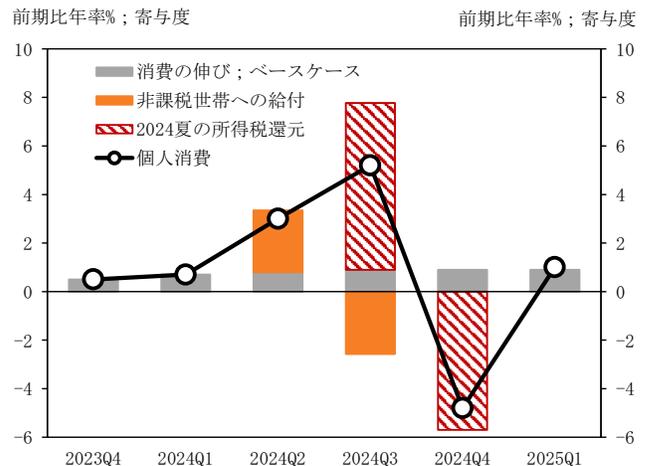
図表 4: 実質可処分所得伸び率は4年振りにプラスへ  
実質可処分所得伸び率及び寄与度分解



実質可処分所得はコアCPIでデフレート

出所：内閣府，総務省，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 5: 所得税還元の消費押し上げ効果は短期に集中する見通し  
実質個人消費伸び率及び寄与度分解



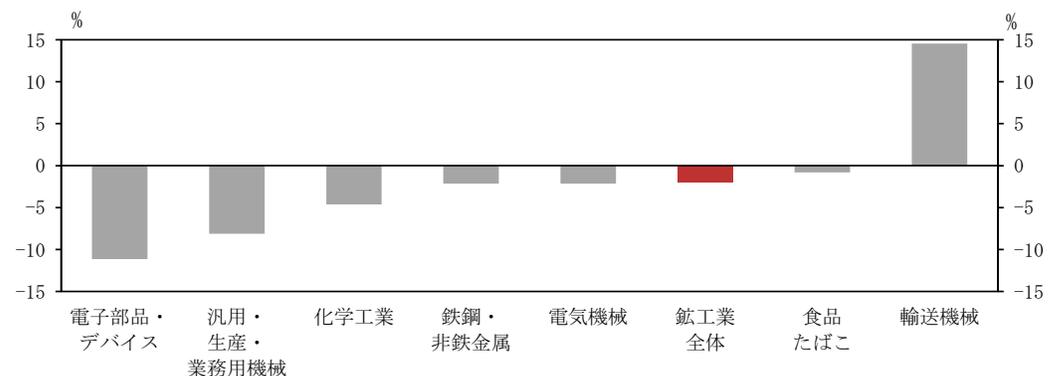
出所：内閣府，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

### 生産・輸出：在庫循環は悪化、一方で堅調なグローバル経済が日本の鉱工業生産を支える

2023年の日本の鉱工業生産は、輸送機械産業こそサプライチェーンの混乱から回復し増産が続いているものの、その他の産業では2022年平均を下回る水準で停滞している(図表 6)。これは、コロナ禍で大きく減少した在庫水準が、2023年に国際金融危機直後(2008年)の水準まで増加したことを反映したものとみられる。出荷量も輸送機械を除くと減少傾向にあり、当面は在庫調整が増産の阻害要因となる可能性がある(図表 7)。

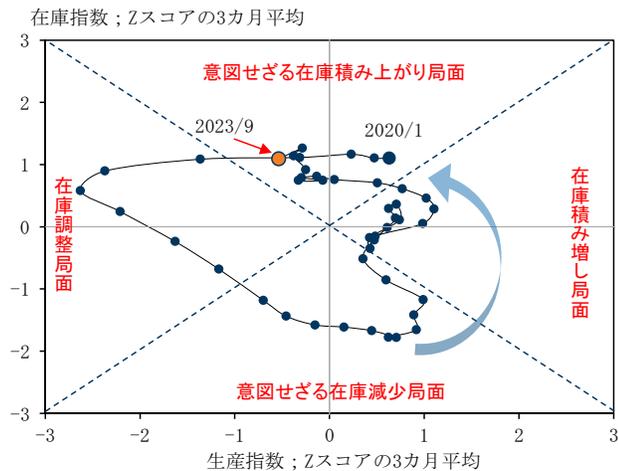
もともと、輸出数量は2023年年初の落ち込みからは回復しつつあり、2024年もグローバル経済の成長を背景にある程度の増加が見込まれる。2023年に入って停滞している対中輸出も、当社中国经济調査チームは2024年のGDP予測を上方修正しており、今後は一定の回復が望めるだろう(図表 8)。堅調な外需と輸送機械等一部の業種での増産に支えられ、2024年の鉱工業生産はプラス成長に回帰する見込みだ。

図表 6: 輸送機械を除く大半の産業で生産水準は2022年を下回る  
2023年7-9月期の生産水準：2022年平均からの増減



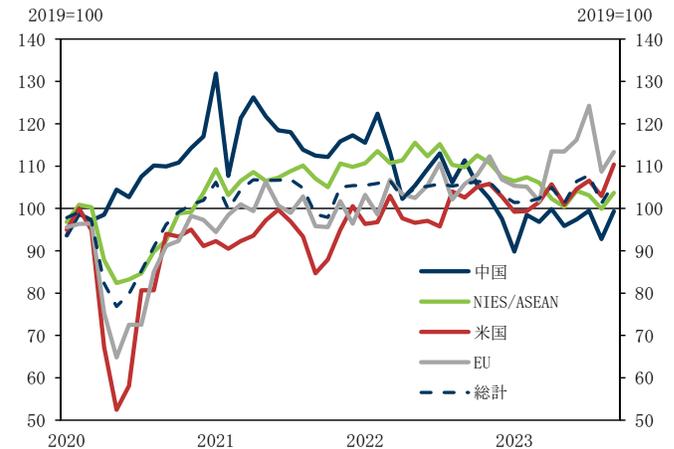
出所：経済産業省，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

図表 7: 当面は在庫調整が生産の足かせに  
生産・在庫循環 (輸送機械を除く)



出所: 経済産業省, 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: 対中輸出は2023年に停滞、2024年の回復を展望  
地域別実質輸出



出所: 日銀

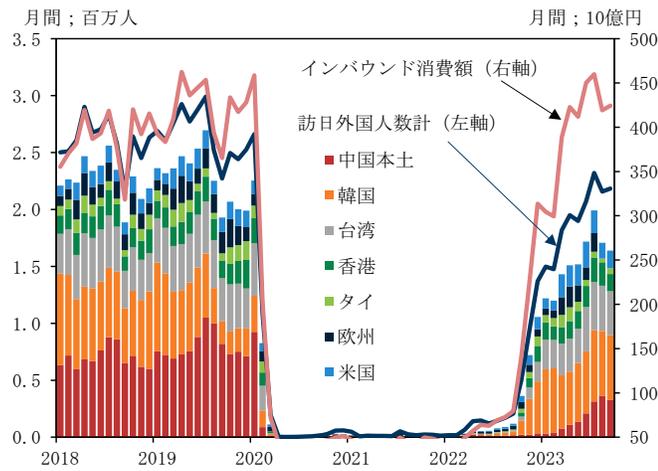
### インバウンド消費: 2024年の課題は宿泊施設不足・民泊需要が高まる可能性

2023年7-9月に日本を訪れた訪日外国人数は、2019年7-9月当時を15%下回るが、回復ペースは昨年当社が想定したペースを上回っている。中国人観光客はコロナ禍以前の水準の35%と出遅れが目立つが、香港は102%とコロナ禍前水準に戻ったほか、米国は123%と既に大きく凌駕している(図表 9)。加えて、円安を背景に、訪日客の一人当たり平均消費額は2019年対比で3割程度増加している。

とはいえ、訪日外国人数の増加は、今後キャパシティの限界に直面する可能性が高い。ホテルの稼働率は既に2019年平均の水準まで回復しており(図表 10)、今後中国本土からの旅行者も回復した場合、稼働率の高い大都市圏の宿泊施設不足は2024年を通じて深刻な問題となると考えられる。現時点では宿泊施設の着工数に増加の兆しは見られないため、当面の間、宿泊施設不足の緩和には、比較的柔軟に宿泊施設数の調整が可能な民泊の活用などが必要になるだろう。

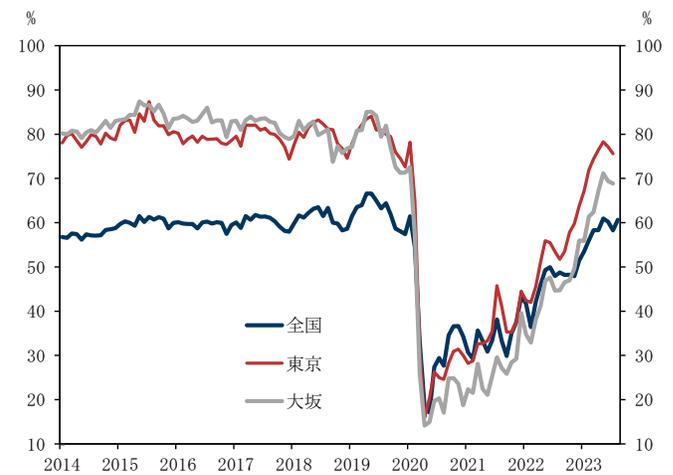
当社は、これらのキャパシティ問題に鑑み、インバウンド消費は2023年の急激な回復局面から、2024年は緩やかな増加基調への移行を展望する。インバウンド消費のGDP成長率への寄与度は2023年の+0.6ppから+0.2ppに減速する見込みだ(図表 11)。

図表 9: 外国人訪日客はコロナ禍前を下回るが、インバウンド消費額は既に回復  
訪日外国人客数とインバウンド消費額



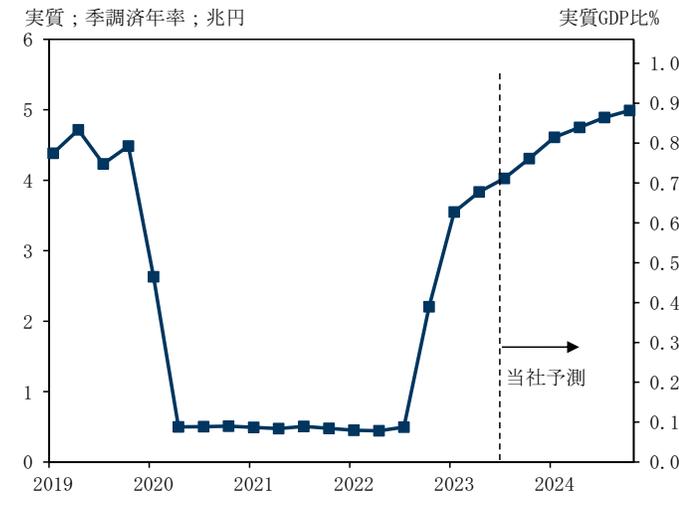
出所：日本政府観光局，日銀

図表 10: ホテル稼働率も既に2019年平均の水準に到達  
ホテル稼働率



出所：観光庁，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

図表 11: 今後はインバウンド消費の緩やかな増加を想定  
実質GDPベースのインバウンド消費額とGDP比率



**設備投資：堅調なグローバル景気と構造的な設備投資需要に支えられ、2024年の設備投資は前年と同程度の伸びを維持**

GDP設備投資は、コロナ禍で7%程度落ち込んだ後順調に回復し、2023年上半期にはほぼコロナ禍以前の水準に回帰した。短期的には、グローバル景気の一時的な不透明感(図表 12)等を一因に、設備投資の先行指標である機械受注や資本財出荷は伸び悩んでいる。しかし、人手不足の深刻化に加え(図表 13)、環境・デジタル関連投資の必要性など、企業の構造的な設備投資意欲は引き続き強いとみられる。

2024年も、当社の予想するグローバル経済の堅実な成長(2023年GDP成長率：2.7%、2024年：2.6%)と、企業の中長期的な投資意欲に支えられ、設備投資は2023年とほぼ同程度の成長を維持する見込みだ(2023年：1.8%、2024年：1.8%)。

図表 12: 設備投資はグローバル景気を半年程度のラグで追随  
資本財国内向け出荷とグローバルPMI



図表 13: 人手不足対応等、潜在的な設備投資意欲は健在  
雇用過不足と設備投資の推移



出所：日銀、内閣府

### 賃金：2024年春闘は一段と高いベースアップ率2.5%を予想。実質賃金のマイナスが解消へ

賃金は、日銀がマイナス金利解除には賃金と物価の好循環の成立が不可欠としている以上、2024年の日本経済で最も注目されるトピックのひとつだ。

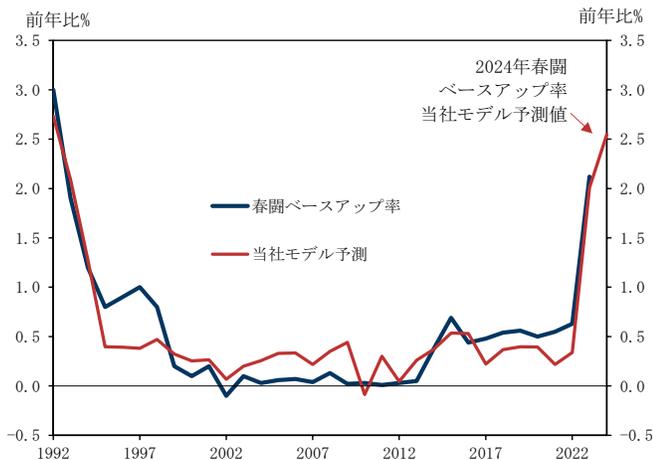
当社では、2024年度賃金の先行指標として重視される2024年春闘で、ベースアップ率（ベース賃金伸び率）が2.5%と、2023年の2.1%から加速すると予想する（図表 14）。

春闘ベースアップ率加速の主因はインフレ率の上昇だ。インフレ率が約2%を上回る時期は、労働者がインフレを深刻な問題と認識し、より強い態度で賃金交渉に臨むため、インフレに対して賃金がより大きく反応する傾向がみられる（図表 15）。グーグル検索に基づいた分析でも、日本人の検索行動が、インフレ率が約2%を超えると変化することを示している。2023年平均のコアCPIインフレ率は3%超と、2022年平均の2.3%を上回る見込みで、これが労組の交渉態度を昨年引き続き強化して、2024年春闘の妥結賃金を押し上げると予想している。

2.5%のベースアップが実現した場合、フルタイム労働者の所定内給与は2.7%と2023年度見通しの2.2%から上昇するとみられる。ボーナスや所定外給与を含めたフルタイム労働者の名目賃金は2.9%増を見込む（2023年度見通し：2.5%）。パートタイム労働者の時給も2023年度当社予測の+3.2%から2024年度は3.8%に一段と加速する予想を加味した上で、全労働者の名目賃金は2024年度に3.1%と、2023年度の2.7%から上昇する見込みだ。

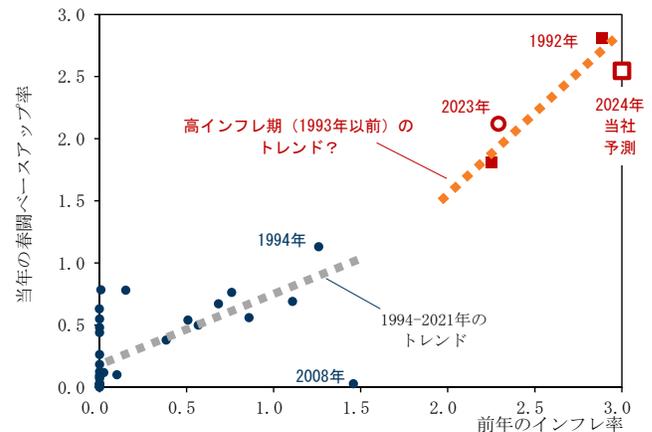
この間、コアCPIは2024年度も年平均で見ると+3.1%で2023年度からほぼ変わらない。この結果、実質賃金は、2023年度の-0.4%から2024年度は0.0%と、マイナス状態が解消する計算だ。

図表 14: 当社予測モデルは、2024年春闘ベースアップ率の一段の上昇を示唆  
春闘ベースアップ率：連合実績値 vs. 当社モデル予測



出所：連合，経団連，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 15: 過去の高インフレ期には、インフレに対して春闘ベースアップ率が大きく反応していた  
インフレ率(コアCPI)と春闘ベースアップ率の関係



1990-91年は、バブル経済期のピークに当たるため、外れ値として除去している。

出所：連合，経団連，総務省，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

### 物価：コストプッシュ・インフレはピークアウト、一方でサービス価格は2年連続の賃上げに支えられて高水準を維持すると予想

2022-23年は、1990-91年以来初めて、2年連続でコアCPIインフレ率が2%を超える年となりそうだ。現在の日銀の最大の関心事は、これが持続的なインフレにつながるかどうかだが、そのためには物価上昇が賃上げにつながり、賃上げによって物価が上昇する「賃金と物価の好循環」が必要だ。

そして、これには賃上げの影響を最も強く受ける、労働集約的なサービス業での価格上昇が必要だ。

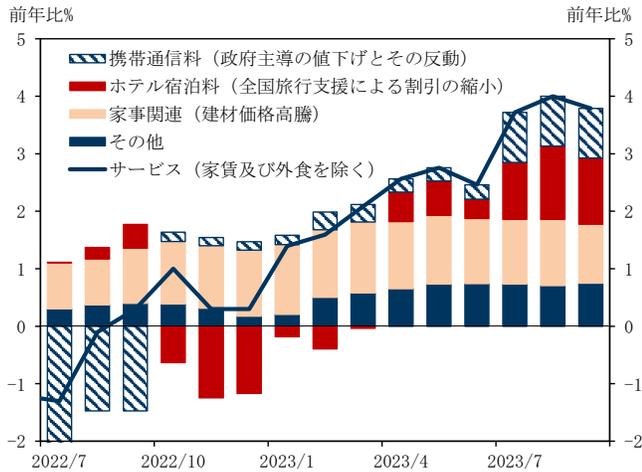
サービス価格は2022年以降加速を続けてきたが、日銀はこれを賃上げ由来のインフレとは見なしていない<sup>5</sup>。サービス価格(家賃及び外食を除く)の上昇は、大半はコストプッシュ・インフレや特殊要因の寄与によるものとみられるからだ(図表 16)。これは労働集約的なサービス業の賃上げ率が低かった2023年春闘では、賃上げ由来のインフレにはつながらなかったとした当社予想とも整合的だ。

しかし当社は、上述の2024年春闘での2年連続の賃上げを経て、企業は賃上げをより強くサービス価格に転嫁するようになると予想している。2023年の賃上げ時に価格転嫁を見送った企業も、いずれ累積的な人件費増に耐えられなくなると考えられるからだ。

もっとも、賃上げの価格転嫁が進んでも、コア・新コアCPIインフレ率の減速は続く見込みだ。これは、過去2年間、日本のインフレ率を牽引してきた輸入価格由来のコストプッシュ・インフレの剥落が賃上げの影響を上回るためだ。

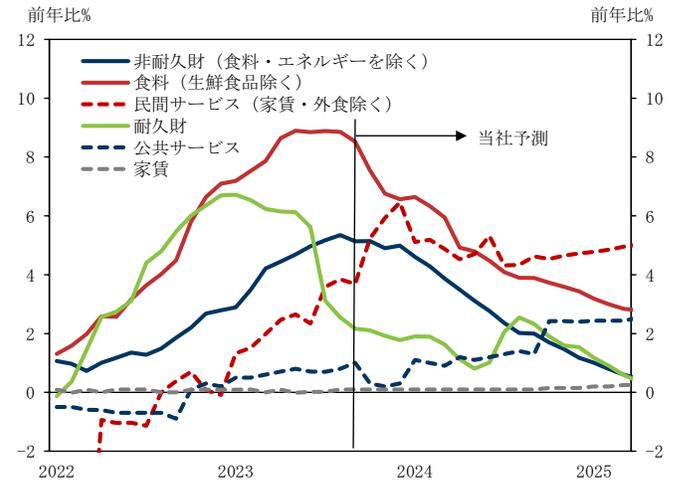
<sup>5</sup> 内田 (2023), “最近の金融経済情勢と金融政策運営”, 2023年8月2日. を参照。

図表 16: サービス価格の急上昇はコストプッシュ・インフレと特殊要因の寄与が大きい  
サービス価格CPI(家賃及び外食を除く)の内訳



出所: 総務省, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

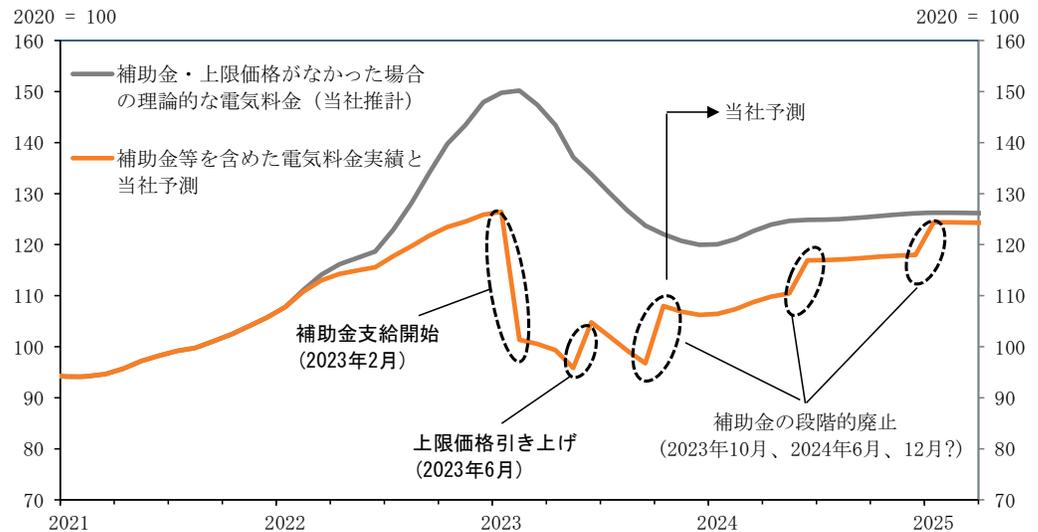
図表 17: コストプッシュ・インフレの剥落と共に財価格は減速、しかしサービス価格インフレ率は高水準を維持する見込み  
財・サービス別CPI上昇率



出所: 総務省, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

この間、エネルギー・インフレは、引き続き政府の価格抑制策の影響を強く受ける展開が続く(図表 18)。政府が2024年6月請求分から電気・ガス価格補助金の縮小を発表したことを受け、当社は2024-25年度のコアCPIインフレ率予測を上方修正した<sup>6</sup>。

図表 18: 電気・ガス料金の価格抑制策は規模を縮小しつつ2024年末まで継続を予想  
電気料金CPI(水準)予測と価格抑制策の変遷



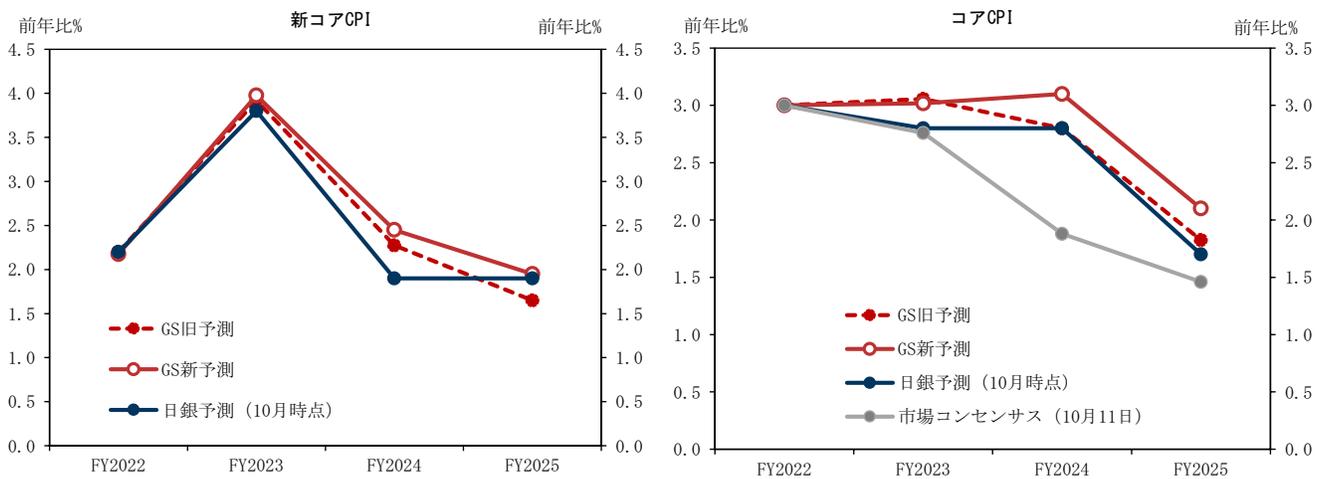
出所: 総務省, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

当社インフレ予測と、日銀及び市場コンセンサス予測との比較を図表 19に示した。2023年春以降、当社の2024年度コアCPI予測は日銀及びコンセンサス予測を約1pp上回る水準で推移していたが、日銀が10月展望レポートで物価見通しを大きく上方修正したため、現時点では当社予測と日銀見通しに大きな違いはない。もともと、上述の通り、当

<sup>6</sup> ガソリン価格補助金についても、2024年5月以降段階的に縮小されると当社は予想している。加えて、電気・ガス価格補助金は、2024年12月まで延長されると想定した。

社は2024年春闘の賃上げ予測改定と電気・ガス価格補助金の減額を織り込んでコアCPIインフレ率を改定したため、当社予測は日銀見通し対比で0.2pp程度上振れている。

図表 19: 当社予測と日銀見通しのギャップは解消された  
当社CPI予測、日銀見通し及びコンセンサス



出所：日銀、JCER、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

## 日銀金融政策見通し：マイナス金利解除へ

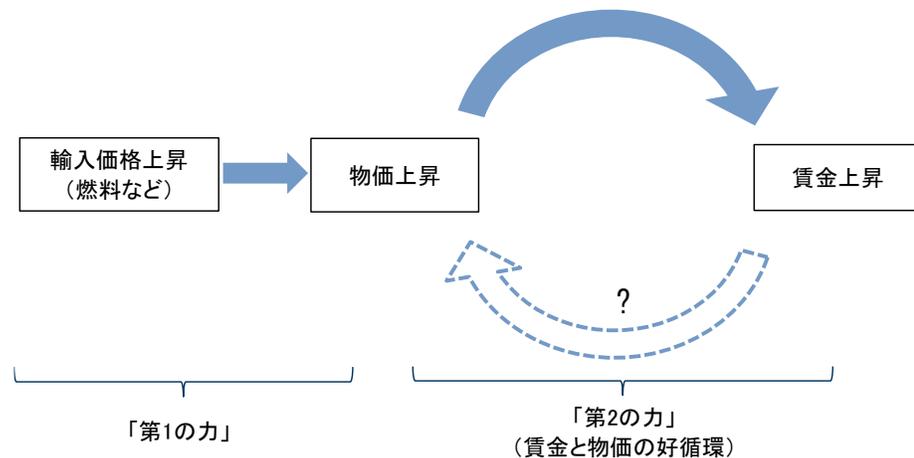
### 利上げの条件：「賃金と物価の好循環」成立は道半ば

2023年春闘の賃上げ率が約30年ぶりの高水準となって以降、マイナス金利解除に至る道筋とタイミングに市場の関心が集まっている。特に、10月の決定会合でYCC政策が再修正されたのち、日銀による早期政策正常化への期待が高まった。

日銀がマイナス金利解除に至るには、政策目標である「安定的な2%インフレ」を達成する必要がある。10月決定会合後の記者会見では、植田総裁は円安や原油高など一時的なインフレ圧力を「第1の力」、賃金と物価が互いを高めあう「賃金と物価の好循環」の結果としてのインフレ圧力を「第2の力」と明確に区別し、「第2の力」による持続的なインフレ成立の重要性を強調していた。

2023年春闘で、インフレが賃金上昇へつながったこと既に確認された。これで賃金と物価の好循環(図表 20の「第2の力」)の上半分が成立したことになる。今後、賃金上昇が物価上昇につながり、それが更なる賃金上昇に繋がれば、日銀は「賃金と物価の好循環」の成立を確信するとみられる。

図表 20: 賃金と物価の好循環は50%の進捗度



出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

### 政策変更のタイミング：急がず、漸進的に

当社は、日銀が引き締め方向に金融政策を明確に変更する時期を、2024年4月になると予想しているが、引き締め方向へのシフトにあたり、日銀は急がず、漸進的に行うと考えている。

より速いタイミングでの政策変更を予想しない理由は以下の通りだ。第1に、度重なったYCC修正は、早期利上げの可能性の高まりを意味しない。2022年12月以降のYCC修正は「金融緩和継続のためのオペレーショナルな政策変更」であり、金融政策の方向性そのものを変更するマイナス金利解除とは政策判断の関連性が低いためだ。第2に、日銀はまだ賃上げの結果としてのインフレを確認していない。サービス価格は上昇しつつあるが、日銀は原材料価格上昇の影響が強く、賃金上昇の寄与はまだ小さいとみなしている。第3に、長期間かつ大規模にQEを行った日本では、出口戦略を慎重に練らないと金融システムの不安定化につながるリスクがある。

### 利上げへのロードマップ

当社は、日銀は以下の段階を経てマイナス金利解除に至ると想定している。

#### 第1段階：2024年4月のフォワードガイダンス変更とリファレンス金利引き上げ

まず第1段階として、2024年3月公表の2024年春闘で高い賃上げ率の達成を確認した後、日銀は4月の決定会合でフォワードガイダンスを引き締め方向に変更すると予想する。この段階でのマイナス金利解除を予想しないのは、日銀が重視する賃上げの結果としてのサービス価格の上昇が4月時点では依然確認できていないと予想するためだ。

これに加え、2024年4月段階ではYCCの枠組みを維持しつつ、日銀は10年金利のリファレンス金利を1.0%から1.25%に上方修正すると予想する。リファレンス金利の引き上げは、日銀による国債購入額の縮小につながり、欧米で政策金利引き上げに先行して行われたQEテーパリング(またはQT)とよく似た経済効果を持つと考えられるためだ。

#### 第2段階：2024年内のマイナス金利解除

第2段階として、「賃上げの結果としてのサービス価格の上昇」がある程度確認された段階で、日銀は「賃金と物価の好循環」の成立を認定し、マイナス金利の解除を決断す

ると当社は予想する(預金金利は-10bpから0bpへ)。YCCは、マイナス金利解除と同時に廃止されると予想する。

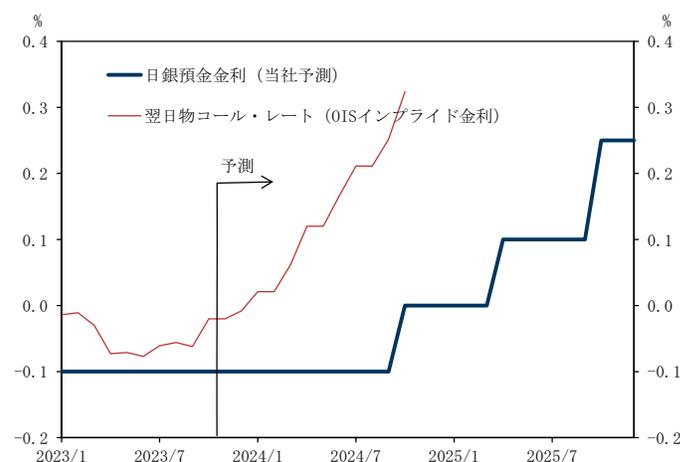
賃上げの結果としてのサービス価格上昇が確認できるタイミングには高い不確実性があるが、当社はマイナス金利解除タイミングのベースライン予測を2024年10月としている。

同時に2024年10月は、2023年4月に植田総裁が「1年から1年半程度をかけて行う」とした過去25年間の金融政策の多角的レビューの発表タイミングと重なりそうだ。「金融政策の包括的再検証」の発表と同時にイールドカーブコントロールの導入が行われた2016年同様、今回のレビューでもより根本的な政策フレームワークの変更が行われる可能性がある。

### 第3段階：マイナス金利解除後の政策金利上昇は緩やかなものに留まる

マイナス金利解除後も、政策金利の上昇ペースは緩やかなものとなる可能性が高い。これは日本のインフレ率は相対的に低位で安定しており、今後欧米が経験したような急激なインフレが起こる可能性は低いからだ。当社は、2025年の利上げは0.10%+0.15%の2回で、2025年末の政策金利は0.25%になると予想する。

図表 21：当社は2024年10月のマイナス金利解除を予想  
政策金利とオーバーナイトコール金利(後者はOISを用いて延長)



## 財政政策・政治見通し

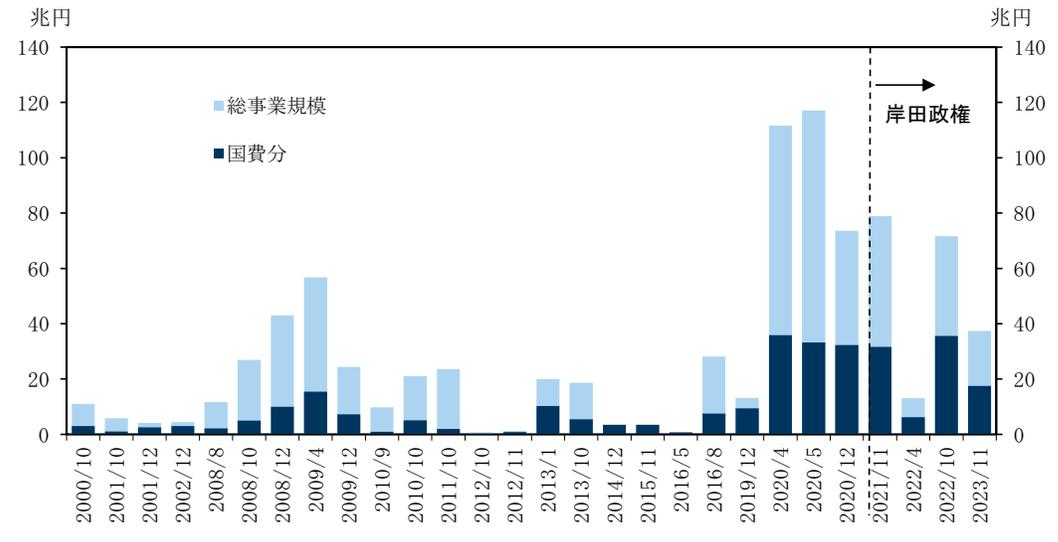
岸田内閣が経済対策を閣議決定した(11月2日)。今回の経済対策は、5兆円(GDP比0.8%)規模の所得税減税・非課税世帯への給付金が目玉だ。2023年末で終了予定だった各種エネルギー価格補助金政策の延長、持続的賃上げに向けた支援策、半導体等の国内投資促進、人口減少対策なども盛り込まれた。総事業規模は37.4兆円(GDP比6.4%)だ。今回の対策を施行するために政府は13.1兆円(同2.2%)の2023年度補正予算を11月中に組み、12月半ばまでの臨時国会で成立させる予定だ。

対策の中身は中長期プロジェクトの意味合いが強い項目が多い。2024年夏に国民に還元される所得税還付は前述のように一部しか消費に回らないため、2024年中のGDP成長率への効果も0.5pp程度と限定的となりそうだ。

当社の概算では、今回の経済対策を含めた上で、財政赤字(対GDP比率)は、2023年度の

-3.6%から2024年度は-3.3%とほぼ横ばいとなる見込みだ(2022年度当社見通しは-4.9%)。

図表 22: 過去の経済対策規模



出所：内閣府，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

10年金利が上昇を続けるにつれて、金利上昇が政府債務のサステナビリティに与える影響に関心が集まりつつある。政府債務がGDP比250%と極端に大きい日本では、金利上昇が利払い費増加を通じて債務の拡大につながりやすい。一方で、名目GDPが増加すれば債務/GDP比は低下するため、金利と名目GDP成長率のバランスが重要になる。

この関係をまとめたのが図表 23だ。長期の名目GDP成長率がコロナ禍以前の平均を多少上回る+2%、プライマリーバランスの赤字が2%の場合、実効金利(利払費/債務総額)が1.1%を超えると債務のサステナビリティが損なわれる、という関係を示している。既に10年金利は1.0%に接近しており、1.1%という閾値はサステナビリティに対する大きなリスクに見える。

図表 23: 名目成長率が3%まで加速すれば、政府債務の金利上昇に対する耐性は大きく高まる  
名目GDP成長率とPB/GDP比のシナリオ別実効金利閾値

		低 ← 名目GDP成長率 → 高			
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%
プライマリーバランス (GDP比)	黒字				
	1.0%	1.4%	2.4%	3.4%	4.4%
	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%
	-1.0%	0.6%	1.6%	2.6%	3.6%
	-2.0%	0.1%	1.1%	2.1%	3.1%
赤字	-3.0%	-0.3%	0.7%	1.7%	2.7%

↑  
名目成長率のベースケース  
(当社予測: 2024-33年平均: 2.7%)

← PBの  
ベースケース

ここでの金利は実効金利(利払い費/債務総額)であり、市場金利上昇が実効金利の上昇につながるまでには数年のラグがある点には留意する必要がある。詳細は、日本経済アナリスト「金利上昇：政府債務へのストレステスト」(2023年3月20日)を参照されたい。

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

しかし当社は、現時点ではこのリスクは低いと見ている。利上げに当たりインフレと賃上げを重視する日銀の政策スタンスは、政府債務のサステナビリティを守る方向で機能するからだ。賃金と物価が持続的に上昇すれば、名目GDP成長率は3%近辺まで押し上げられると考えられ、2024年10月の利上げ時点では、実効金利の「サステナビリティの閾値」も2%近辺まで上昇している(図表 23を参照)可能性が高い。

一方で、当社予測からは離れるが、賃金と物価の好循環が成立しないまま、例えば円安を理由に日銀が利上げに踏み切る場合、この閾値は低水準に留まるため、政府債務のサステナビリティが重大な問題となる可能性がある。

## 政治面の動き

政治面での注目は衆議院解散・総選挙の有無だ。日経新聞(10月3日)は、衆院解散の選択肢として、(1)年内、(2)1月の通常国会冒頭、(3)春の2024年度予算成立後、(4)6月の国会会期末、(5)9月の自民党総裁選前後、を挙げている。

解散総選挙のタイミングは内閣支持率の影響を受けるとみられるが、足元では、政権発足後最低水準の30%へと一段と低下している(図表 24)。岸田内閣は所得税還元を閣議決定したが、世論調査では減税措置を「適切でない」とした回答が65%に上った(日経; 10月30日)。これらを受け、岸田首相は年内の解散は見送るとの報道が複数みられる(読売・NHK等; 11月9日)。

衆院選の有無にかかわらず、2024年9月に自民党総裁としての岸田氏の任期(3年)が満了し、総裁選が行われる。このため、防衛費増<sup>7</sup>の恒久財源確保の問題も含め、増税にかかわる議論は回避される傾向が2024年終盤まで続く可能性には留意する必要があるだろう。

図表 24: 内閣支持率は急低下



出所: リアル・ポリティクス・ジャパン, 日経新聞, 朝日新聞等報道8社, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

<sup>7</sup> 防衛費増額は、2023年度から5年間で集中的に防衛費を増加させるもので、5年間の総額は43兆円だ。2022年度当初予算は5.4兆円、2023年度当初予算は6.8兆円に増額された。財源については2024年度は増税しないと岸田首相は明言している(10月27日、日経)。

図表 25: 主要経済・政治日程

日付	イベント	当社予測
2023 11月2日	経済対策閣議決定	
11月中	補正予算案臨時国会提出	
12月4日	日銀「金融政策の多角的レビュー」に関するワークショップ	
12月13日	臨時国会閉会	
12月18-19日	日銀金融政策決定会合	
12月中旬	2024年度税制改正、2024年度予算政府案	
12月末	所得税減税・給付金の制度設計	
2024 1月中旬	通常国会召集（所得税減税；2024年度本予算等の審議）	
1月22-23日	日銀金融政策決定会合（展望レポート）	
3月中旬	連合による春闘第1回目集計	ベースアップ率+2.5%（2023年：+2.1%）
3月18-19日	日銀金融政策決定会合	
3月末	2024年度予算国会通過	
4月25-26日	日銀金融政策決定会合（展望レポート）	フォワードガイダンスをタイト化・YCC調整
5月中	日銀「金融政策の多角的レビュー」に関するワークショップ	
6月13-14日	日銀金融政策決定会合	
6月中旬	通常国会閉会	
7月30-31日	日銀金融政策決定会合（展望レポート）	
9月中	自民党総裁選	
9月19-20日	日銀金融政策決定会合	
10月30-31日	日銀金融政策決定会合（展望レポート） 日銀「金融政策の多角的レビュー」を公表？	マイナス金利解除、YCC廃止、オーバーシュート・コミットメントの削除

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

太田知宏・田中百合子

## 主要経済予測

	年度						暦年					
	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
実質GDP (前年比)	1.4	1.9	1.5	1.1	1.2	1.0	1.0	1.9	1.5	1.1	1.2	1.1
消費支出	2.5	0.2	1.4	0.4	0.7	0.6	2.1	0.9	1.1	0.5	0.8	0.6
設備投資	3.1	0.8	2.4	2.8	2.8	3.0	1.9	1.8	1.8	2.8	2.8	2.9
住宅投資	-3.0	3.3	1.6	1.6	0.2	-0.5	-3.5	2.5	1.8	1.8	0.6	-0.4
民間在庫 (寄与度)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
輸出	4.5	3.2	3.1	3.3	3.8	3.4	5.1	2.1	4.1	3.1	3.8	3.5
輸入	7.2	-2.1	3.5	3.4	4.3	4.3	8.0	-1.1	2.7	3.2	4.2	4.3
政府消費	0.7	0.3	0.6	0.7	0.7	0.7	1.2	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7
公的固定資本形成	-3.1	2.3	4.0	5.0	5.0	4.9	-7.2	2.7	3.2	5.0	5.0	5.0
名目GDP (前年比)	2.0	4.9	3.8	2.8	3.0	2.6	1.3	4.9	3.8	2.9	3.1	2.7
鉱工業生産 (前年比)	-0.3	-0.5	2.3	2.6	3.4	4.0	-0.1	-1.2	2.1	2.5	3.2	3.8
コアCPI (前年比)	3.0	3.0	3.1	2.1	2.1	2.0	2.3	3.1	3.1	2.4	2.1	2.0
新コアCPI (前年比)	2.2	4.0	2.5	2.0	2.0	2.0	1.1	4.0	2.8	2.0	2.0	2.0
失業率 (%)	2.6	2.6	2.4	2.2	2.2	2.2	2.6	2.6	2.4	2.2	2.2	2.2
経常収支 (兆円)	8.3	19.0	20.2	22.4	23.2	21.7	10.7	17.6	19.6	21.3	23.5	22.2
政策金利 (期末値%)												
短期金利目標	-0.10	-0.10	0.00	0.25	0.25	0.25	-0.10	-0.10	0.00	0.25	0.25	0.25
市場金利 (期末値%)												
2年国債利回り	-0.06	0.10	0.30	0.30	0.30	0.20	0.03	0.10	0.25	0.30	0.30	0.30
10年国債利回り	0.33	1.15	1.30	1.30	1.30	0.90	0.41	1.00	1.30	1.30	1.30	1.30
ドル円レート (期末値)	132.7	155.0	150.0	140.0	130.0	125.0	131.8	155.0	150.0	140.0	130.0	125.0
ユーロ円レート (期末値)	144.3	161.2	165.0	161.0	149.5	143.8	140.6	161.2	165.0	156.8	149.5	143.8

	2023		予測				2024				2025			
	1Q	2Q	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE		
実質GDP (前期比年率)	3.2	4.8	-0.2	1.1	1.2	2.4	3.2	-1.6	1.5	1.4	1.4	1.3		
消費支出	2.4	-2.5	1.0	0.5	0.7	3.0	5.2	-4.8	1.0	0.9	0.9	0.8		
設備投資	6.6	-4.0	1.0	2.0	2.2	2.5	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8		
住宅投資	2.7	8.1	1.0	1.0	1.5	1.5	2.0	2.0	2.0	2.0	1.0	1.0		
民間在庫 (寄与度)	1.4	-0.6	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
輸出	-14.4	12.9	5.0	5.3	3.0	2.5	2.5	2.5	3.0	3.5	3.8	3.8		
輸入	-8.7	-16.5	13.0	3.0	2.0	2.5	5.0	2.0	2.5	3.5	4.0	4.0		
政府消費	0.3	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7		
公的固定資本形成	5.8	1.0	1.5	2.0	3.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0		
外需 (寄与度)	-1.2	6.0	-1.4	0.5	0.2	0.0	-0.5	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0		
民間需要 (寄与度)	3.7	-2.3	1.0	0.5	0.8	2.0	3.3	-2.1	1.1	1.0	1.0	0.9		
公的需要 (寄与度)	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4		
実質GDP (前年比)	2.0	1.6	2.0	2.2	1.7	1.1	2.0	1.3	1.4	1.1	0.7	1.4		
消費支出	2.7	0.1	0.4	0.3	-0.1	1.3	2.3	1.0	1.0	0.5	-0.5	0.9		
設備投資	4.7	1.4	0.1	1.3	0.3	1.9	2.4	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8		
住宅投資	-0.4	3.6	3.9	3.2	2.9	1.2	1.5	1.7	1.9	2.0	1.7	1.5		
輸出	1.8	3.0	1.8	1.7	6.5	3.9	3.3	2.6	2.6	2.9	3.2	3.5		
輸入	4.2	-1.7	-3.8	-2.9	-0.2	5.0	3.1	2.9	3.0	3.2	3.0	3.5		
政府消費	0.6	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6		
公的固定資本形成	3.0	2.9	2.1	2.6	1.9	2.9	3.7	4.5	5.0	5.0	5.0	5.0		
名目GDP (前年比)	4.0	5.1	6.3	4.4	3.7	3.3	4.2	3.9	3.8	2.7	2.2	3.0		
鉱工業生産 (前年比)	-1.4	1.1	-3.5	-0.8	1.5	1.0	3.1	2.6	2.6	2.3	2.3	2.6		
コアCPI (前年比)	3.5	3.2	3.0	2.8	3.0	3.2	3.3	2.9	3.0	2.5	2.1	2.0		
新コアCPI (前年比)	3.5	4.2	4.3	3.9	3.5	2.8	2.5	2.4	2.1	2.0	1.9	1.9		
失業率 (%)	2.6	2.6	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2		
貿易収支 (兆円)	-4.2	-1.1	-0.3	-4.6	-3.8	-2.3	-1.1	-4.7	-4.0	-3.2	-1.3	-4.6		
経常収支 (兆円)	2.4	5.2	7.5	2.5	3.8	4.8	7.8	3.2	4.4	4.7	8.4	3.8		
政策金利 (期末値%)														
短期金利目標	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.10	0.10	0.25		
市場金利 (期末値%)														
2年国債利回り	-0.06	-0.07	0.04	0.10	0.10	0.15	0.20	0.25	0.30	0.30	0.30	0.30		
10年国債利回り	0.33	0.39	0.76	1.00	1.15	1.25	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30		
ドル円レート (期末値)	132.7	144.2	149.4	155.0	155.0	155.0	153.0	150.0	150.0	147.0	143.0	140.0		
ユーロ円レート (期末値)	144.3	157.2	158.1	161.2	161.2	164.3	165.2	165.0	165.0	163.2	158.7	156.8		

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

## 最近の出版物

### 日本経済アナリスト

マイナス金利解除への工程表(太田)	2023年11月1日
2024年春闘予測：ベースアップ率は更に上昇(太田)	2023年10月18日
コロナ禍以降の消費の姿：明暗分かれる日常・非日常消費(太田)	2023年10月10日
インフレのリスクシナリオ：賃金・物価スパイラルでインフレは急加速するか？(太田)	2023年8月10日
不確実性は高いが、日銀7月会合でのYCC修正予想を維持(馬場)	2023年7月21日
日本における賃金・物価スパイラルの可能性を探る(馬場)	2023年6月23日
日銀新体制のメッセージを紐解く(馬場)	2023年5月17日
日銀の出口戦略Q&A(馬場)	2023年4月21日
設備投資(特にデジタル投資)は賃金にポジティブなのか？(馬場)	2023年4月18日
インフレ基調の分水嶺：賃金上昇は更なるインフレにつながるか？(太田)	2023年4月14日
岸田首相や植田新総裁が目指す「生産性主導賃上げ」の高いハードル(馬場)	2023年3月27日
金利上昇：政府債務へのストレステスト(太田)	2023年3月20日
中国インバウンド消費が戻ってくる(馬場)	2023年2月10日
カーボンプライシング政策：岐路に立つ日本(太田)	2023年1月30日
構造的な労働需給逼迫と賃金上昇圧力(馬場・田中)	2023年1月24日
2023年度の日本経済：賃金と日銀に注目	2022年11月17日
3%の賃金伸び率を達成するには、どの程度の春闘賃上げ率が必要か？(馬場・田中)	2022年11月9日
外国人労働者から敬遠されそうな日本：円安デメリットだけではない(馬場)	2022年10月31日
欧米型の「インフレ主導の高い賃金上昇率実現」はあり得るか？(太田)	2022年10月21日
適切な価格転嫁と賃上げに必要なのは、金融緩和ではなく成長戦略	2022年10月14日
コロナ禍が炙り出す少子化対策・ウーマノミクスの課題	2022年8月30日
RBAの経験を踏まえて、日銀YCCの今後を考える	2022年8月12日
為替と製造業活動に関する総括Q&A	2022年7月11日
価格転嫁のメカニズム：生産コスト上昇でCPIには1%の価格転嫁余地	2022年6月28日
円安と財貿易：基本構造を再考する	2022年6月10日
失われた中国インバウンド消費額と潜在的な円安インパクト	2022年5月16日

### 日本Views / 日本経済フラッシュ

Japan Views: 日銀：YCC修正を経て、再び待ちの姿勢へ(馬場)	2023年7月28日
Japan Views: 日銀：正常化は全て植田新総裁に託される(馬場)	2023年3月10日
Japan Views: 日銀総裁人事：植田和男氏の過去の発言から政策スタンスを探る(馬場)	2023年2月14日
Japan Views: 新体制下での日銀Q&A	2022年10月13日
Japan Views: 今後2-3年間利上げは必要なし/24年ぶりに円買い介入を実施	2022年9月22日
Japan Views: 参議院選挙：与党で過半数を大きく上回る。経済政策スタンスは当面不変と予想	2022年7月11日

## 付属開示事項

### レギュレーションAC

私達、太田 知宏、田中 百合子、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、私達の見解を正確に反映したものであり、当社の業務や顧客との関係への配慮により影響を受けていないことを証明します。

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

### 開示事項

#### 規制に基づく開示事項

#### 米国法ならびに米国の規制に基づく開示事項

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

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

#### 米国以外の管轄地域の法律や規制に基づく追加の開示事項

以下の開示事項は、米国法ならびに規制に基づきすでに記載された項目以外に、各管轄地域で開示が求められているものです。**オーストラリア：**ゴールドマン・サックス・オーストラリアPty Ltdおよびその関連会社はBanking Act 1959 (Cth)で定義されるオーストラリアの公認預金受入機関ではなく、オーストラリアにおいて銀行サービスを提供することも銀行業務を営むこともありません。本資料および本資料の入手や利用は、ゴールドマン・サックスが別段に合意した場合を除き、Australian Corporations Actで定義されている”wholesale clients”のみを対象としています。調査資料の作成にあたり、ゴールドマン・サックス・オーストラリア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.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。