

日本経済アナリスト

2025年日本経済見通し：「分水嶺」を超え、「正常化」の道へ

GS MACRO OUTLOOK 2025

Explore >

- **分水嶺を超えた日本のインフレ基調**：2024年の賃金・物価データは、持続的インフレの達成に重要な「賃金と物価の好循環」が成立しつつあることを示唆しており、この意味で、日本経済は持続的なインフレへと至る分水嶺を一つ越えたということが出来る。
- **金融政策はいよいよ正常化の道へ**：2025年も賃金と物価の好循環は継続する可能性は高く、日銀は金融政策の正常化を進めてゆく可能性が高い。当社では、2025年の春闘のベースアップ率は、3%超の高水準を維持し、2025年の新コアCPI（生鮮食品・エネルギーを除く）は2%超の上昇率を予想する。これを踏まえ、当社は今後日銀が概ね1年に2回のペースで利上げを行うとの予想を維持し、2025年1月と7月にそれぞれ利上げを行って政策金利は0.75%に達すると予想する。ただし、企業が円安の価格転嫁を積極化させていることを踏まえ、1ドル=160円程度まで円安が進む場合には、利上げタイミングが1月から2024年12月に前倒しされる可能性もあると見る。
- **内外需は堅調だが、外需にはリスクあり**：2025年の実質GDP成長率は1.2%の堅調な伸びを予想する。増加に転じた実質賃金と、予想される所得税の恒久減税は、実質消費の緩やかな回復につながる見込みだ。グローバル経済の緩やかな成長と円安の継続を背景に、輸出も緩やかに増加するとみられる。ただし、米国の関税政策には様々なリスクが存在すること等、内需に比べ外需の不確実性は高い。
- **経済成長の「名目・実質ギャップ」は引き続き残る**：当社の2025年実質GDP成長率予測1.2%は、コロナ禍以前の2013-19年平均(0.9%)を小幅に上回る程度だ。一方、名目GDP成長率予測は2025年も3.4%と、2013-19年平均(1.6%)の倍以上の伸びを維持する見込み。上振れが名目GDPに限定されていることは、過去2年間の日本経済のポジティブ・サプライズの大半が物価関連に集中していたことを示している。自動化投資やプロダクト・イノベーションなど、実質経済成長率を高める動きが高まっていくかどうか、日本経済の中長期的な注目点になるだろう。

太田 知宏

+81(3)4587-9984 |
tomohiro.ota@gs.com
Goldman Sachs Japan Co., Ltd.

大谷 聡

+81(3)4587-9960 | akira.otani@gs.com
Goldman Sachs Japan Co., Ltd.

田中 百合子

+81(3)4587-9964 |
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.

2025年日本経済見通し：「分水嶺」を超え、「正常化」の道へ

グローバル経済は関税リスクを抱えながらも米国を中心に緩やかな成長を維持：第2次トランプ政権による関税政策の強化はリスク要因ではあるものの、2025年のグローバル経済成長率は2.7%と2024年と概ね同じ底堅い伸びを予想する。米国では、関税によるインフレ率の一時的な上昇が想定されるが、減税措置、規制緩和、引き続き良好な所得環境等と合わせ、2025年の米国実質GDP成長率は2.5%と堅調に推移する予想だ。中国では当社がベースケースと想定する、米国の中国輸入財に対する20%の追加関税は、成長率を0.7pp押し下げると見る。政府の景気浮揚策等でマイナス影響は一部相殺されるものの、2025年の中国成長率は4.5%と2024年の4.9%から減速する見込みだ。欧州でも貿易政策の不確実性から、2025年も停滞感が強い年となりそうだ。

分水嶺を超えた日本のインフレ基調：昨年末の年次経済見通しで、当社は2024年は日本のインフレと賃上げの持続性が試される分水嶺の年になると位置づけた。2024年のデータは、ベース賃金上昇率は前年比+3%と、日銀が持続的インフレと整合的とする水準に達し、サービス価格も労働集約的な品目に値上げが広がり、「賃金と物価の好循環」の成立の確度が高まった。近日公表予定の10月全国CPIでも、10月の価格改定で賃金上昇からサービス価格への転嫁が確認されるだろう。この意味で、日本経済は持続的なインフレへと至る分水嶺を一つ越えたということが出来るだろう。

金融政策はいよいよ正常化の道へ：2025年も賃金と物価の好循環は継続する可能性が高い。2025年の春闘のベースアップ率は、前年ほどではないものの3%超の高水準を維持し、これに伴いサービス価格も2025年を通じて順調な上昇が続くと予想する。2025年の新コアCPI（生鮮食品・エネルギーを除く）は2%超の上昇率を維持する見込みだ。金融政策は緩やかに正常化の道を辿り、当社は今後日銀が概ね1年に2回のペースで利上げを行うとの予想を維持する。政策金利は2025年1月と7月に25bpづつの利上げで0.75%に達する見込みだ。ただし、企業が円安の価格転嫁を積極化させていることを踏まえ、1ドル=160円程度まで円安が進む場合には、利上げタイミングが1月から2024年12月に前倒しされる可能性がある。

内需は堅調、上下共にリスクが小さい：2025年は1.2%の堅調な実質GDP成長率を予想する。当面内需に大きなリスクは見られない。2025年の実質個人消費は+1.4%と、実質賃金の改善に加え、所得税の恒久減税の効果もあり、緩やかに増加していくとみられる。設備投資も、高水準の企業収益が続くもとで増加基調を維持する見込みだ。人手不足など供給制約により伸び率は緩やかなものとなるが、機械受注の受注残は設備投資のダウンサイドリスクを限定すると考えられる。

リスク要因はあるが、外需も堅調：米国経済を中心にグローバル経済が緩やかな成長を維持し、円安が続くもとで、2025年の輸出はインバウンド消費を含め緩やかに増加すると予想する。第2次トランプ政権下の関税政策については、当社のベースケースでは中国政府の景気浮揚策等で追加関税による影響は一部相殺されると想定されることから、現段階ではこの関税による日本からの対中輸出の底割れリスクは限定的とみている。ただし、貿易戦争の拡大には様々なリスクが存在すること等、内需に比べ外需の不確実性は高い。

経済成長の「名目・実質ギャップ」は引き続き残る：当社の2025年実質GDP成長率予測1.2%は、コロナ禍以前の2013-19年平均(0.9%)を小幅に上回る程度だ。一方、名目GDP成

長率予測は2025年も3.4%と、2013-19年平均(1.6%)の倍以上の伸びを維持する見込みだ。上振れが名目GDPに限定されていることは、過去2年間の日本経済のポジティブ・サプライズの大半が物価関連に集中していたことを示している。自動化投資やプロダクト・イノベーションなど、実質経済成長率を高める動きが高まっていくかどうか、日本経済の中長期的な注目点になるだろう。

財政政策は今後拡張的に、しかし債務の持続可能性は保たれる：政策金利の緩やかな引上げに伴う国債金利上昇を前提とすると、債務額の大きい日本では、2030年度までに利払費がGDP比3%と倍増する見込みだ。しかし、名目GDP成長率の上昇も伴うため、債務/GDP比の上昇にはつながりにくい。インフレ率上昇による税収増等から、プライマリーバランス(PB)も改善傾向にある。リスク要因は、少数与党政権下で、来年夏の参議院選挙を控え、より拡張的な財政政策の可能性が高まっていることだ。特に、現在与野党で協議中の所得税の基礎控除引き上げは、実質的な恒久減税でありPBに与える影響が大きい。但し、減税規模が当社想定 of 年額3兆円程度であれば、PBの改善傾向に大きな変化はないとみられる。

リスクを抱えるも、グローバル経済は2025年も緩やかな成長を維持する見通し
グローバル実質GDP成長率見通し

	2023年 実績	2024年 当社予測 市場予測		2025年 当社予測 市場予測		2026年 当社予測 市場予測	
米国	2.9	2.8	2.6	2.5	1.9	2.3	2.0
日本 (暦年)	1.7	-0.3	0.0	1.2	1.2	1.1	0.9
(年度)	0.8	0.3	0.6	1.1	1.1	1.1	0.9
ユーロ圏	0.5	0.8	0.7	0.8	1.2	1.0	1.4
ドイツ	-0.1	-0.1	0.0	0.3	0.8	0.8	1.3
フランス	1.1	1.1	1.1	0.7	1.0	1.0	1.3
イタリア	0.8	0.5	0.8	0.6	1.0	0.9	1.1
スペイン	2.7	3.0	2.8	2.0	2.1	1.5	1.8
英国	0.3	0.9	1.0	1.3	1.3	1.3	1.5
アジア (除く日本)	5.2	4.8	4.8	4.5	4.6	4.2	4.4
中国	5.2	4.9	4.8	4.5	4.5	4.0	4.2
インド	7.7	6.7	7.0	6.3	6.8	6.7	6.5
韓国	1.4	2.1	2.3	1.8	2.0	2.1	2.2
オーストラリア	2.0	1.2	1.2	1.8	2.0	2.5	2.5
ブラジル	2.9	3.1	3.0	2.0	2.0	2.3	2.0
ロシア	3.6	3.5	3.5	1.2	1.6	2.1	1.4
世界	2.8	2.6	2.6	2.7	2.6	2.6	2.7

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

日本経済は堅調な内需と2%前後の物価上昇が続き、日銀も利上げを継続
主要日本経済予測

	年度				暦年			
	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
実質GDP（前年比）	0.8	0.3	1.1	1.1	1.7	-0.3	1.2	1.1
消費支出	-0.6	0.8	1.1	0.8	0.7	-0.2	1.4	0.8
設備投資	0.3	1.7	1.5	2.4	2.0	1.2	1.4	2.2
住宅投資	0.3	-1.5	0.4	-0.2	0.9	-2.7	0.7	0.0
輸出	2.8	1.5	2.1	3.2	2.9	0.8	2.6	2.9
輸入	-3.2	4.0	2.7	3.9	-1.5	1.8	3.2	3.7
政府消費	-0.5	0.9	0.9	0.7	0.0	0.6	1.0	0.8
公的固定資本形成	0.6	2.1	4.4	5.5	1.6	-0.3	4.6	5.3
名目GDP（前年比）	4.9	2.9	3.1	2.7	5.6	2.6	3.3	2.8
鉱工業生産（前年比）	-1.9	-0.5	2.7	3.4	-1.2	-2.7	3.1	3.2
コアCPI（前年比）	2.8	2.5	2.2	1.8	3.1	2.5	2.2	2.0
新コアCPI（前年比）	3.9	2.2	2.1	2.0	4.0	2.4	2.1	2.0
グローバルコアCPI（前年比）	2.6	1.7	2.0	1.9	2.6	1.9	1.9	2.0
失業率（%）	2.6	2.5	2.3	2.3	2.6	2.5	2.3	2.3
経常収支（兆円）	26.6	25.7	26.1	25.0	22.6	26.7	26.3	25.3
日銀政策金利（期末値）	0.05	0.50	1.00	1.50	-0.05	0.25	0.75	1.25
10年国債利回り（期末値）	0.72	1.30	1.70	2.00	0.61	1.10	1.60	2.00
ドル円レート（期末値）	151.2	155.0	159.0	145.0	142.0	155.0	159.0	145.0

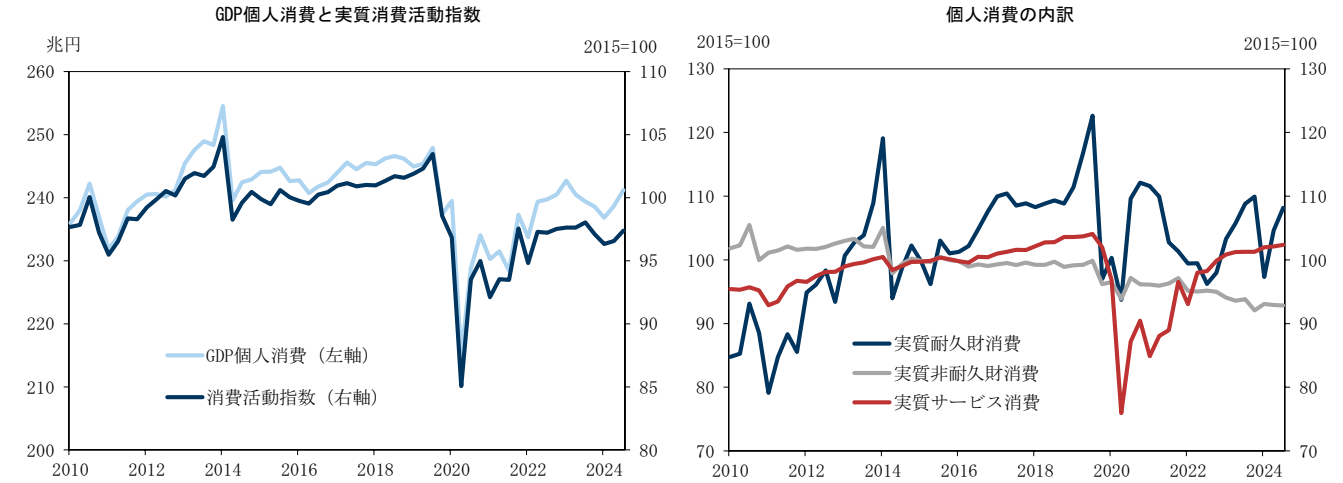
出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

日本経済見通し：賃金が改善するもとで、内需は底堅く推移

1. 実質賃金が改善するもとで、個人消費は緩やかに増加する見通し

個人消費は、今年の4-6月期に増加に転じるまで、昨年以降4四半期連続して緩やかな減少を続けた。内訳をみると、自動車生産の減少と再開によって、耐久財消費の振れの大きな展開が続くもとで、サービス消費は堅調だが、非耐久財は減少を続けている（図表1）。

図表 1： 個人消費は回復しつつあるが、財・サービス消費の動向はまちまち

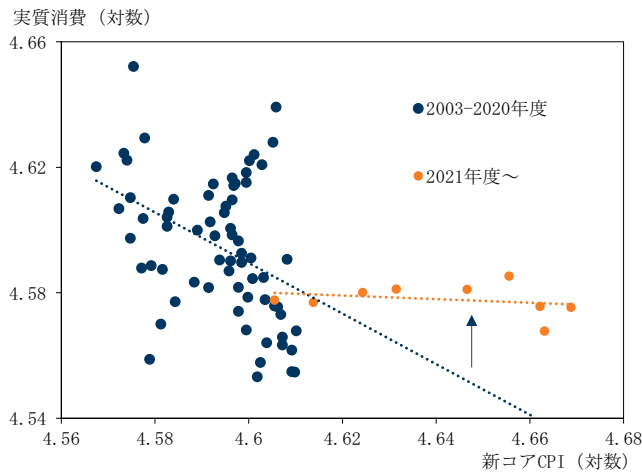


出所：内閣府，日銀

個人消費に力強さはみられないとは言え、過去ほど物価上昇の影響を受けていない（図表 2）。その背景には賃金上昇があると考えられる。賃金を所定内給与と所定外給与・ボーナスに分けて、消費の所得弾力性を計測すると、所定内給与の所得弾力性は、所定外・ボーナスよりも高いとの結果となった（図表 3）。所定内給与は、一旦上がると下げられることがなく、労働者の所得のベースとなるものだ。振れが大きい所定外給与・ボーナスと違い、消費者には恒常所得とみなされやすく、所定内給与の所得弾力性は、所定外給与やボーナスよりも高くなると考えられる。

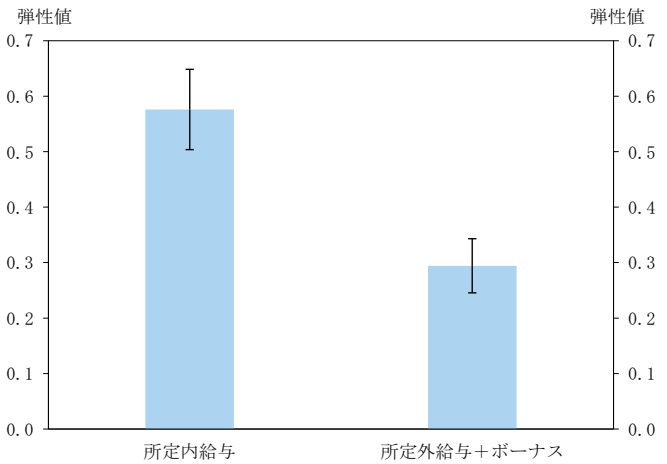
人口動態など、構造的な労働市場の変化のもとで、名目賃金は上昇を続けており、2024年夏に実質賃金（実質所定内給与）の伸びはプラスに転じた。今後も、賃金は人手不足が強まるもとで、構造的に上昇を続け、実質賃金の伸びはプラス幅を拡大していくと予想される。実際、2025年の春闘でも、労働組合は、インフレ率が低下しているにもかかわらず、2024年と同程度の賃上げ、つまり、実質賃金の改善を要望する方針である。消費性向が概ね安定的に推移しているもとで、実質賃金の改善に加え、後述する政府による経済対策の効果もあって、先行き、消費は緩やかに増加していくと予想される（図表4、図表5）。

図表 2： 個人消費の物価に対するセンシティブィティは過去に比べて低下、物価上昇のもとでも消費は底堅い動き
インフレ率と消費の関係



出所：日銀，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 3： 所定内給与の所得弾力性は、所定外・ボーナスよりも高い
所定内給与と所定外・ボーナスの所得弾力性



名目消費（旅行収支調整済み）の対数を名目所得（所定内給与×雇用者数、（所定外給与+ボーナス）×雇用者数）の対数、ダミー（消費税引き上げ、東日本大震災、コロナ禍）で回帰（計測期間2003年1Q-2024年2Q）。レンジは±1標準偏差を示す。

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

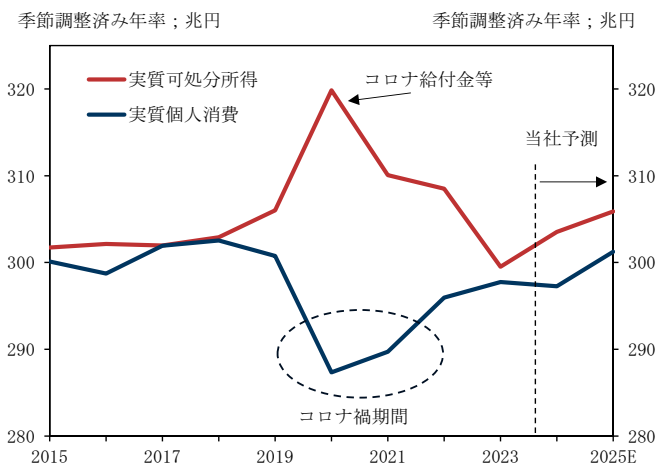
図表 4： 平均消費性向は概ね横ばい圏内で推移
平均消費性向



平均消費性向は、2020年第2四半期以降の自動車メーカーの不正問題に伴う振れと2024年第2-3四半期の減税の影響を除くベース

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

図表 5： 実質可処分所得が増加するもとで、個人消費は緩やかに増加する見通し
実質個人消費と実質可処分所得

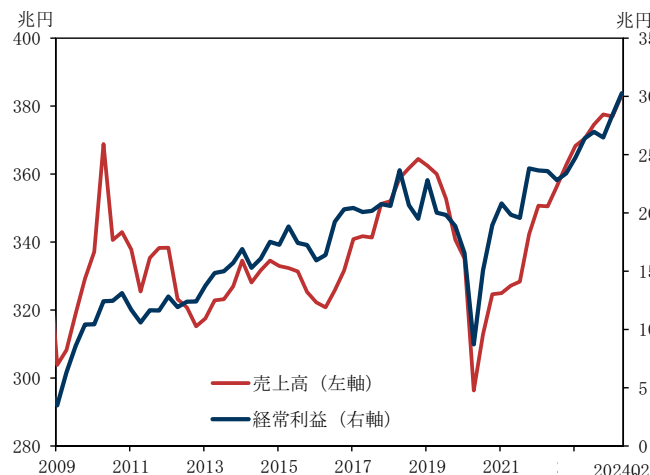


出所：内閣府，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

2. 高水準の企業収益が続くもとで、設備投資も緩やかな増加を続ける見通し

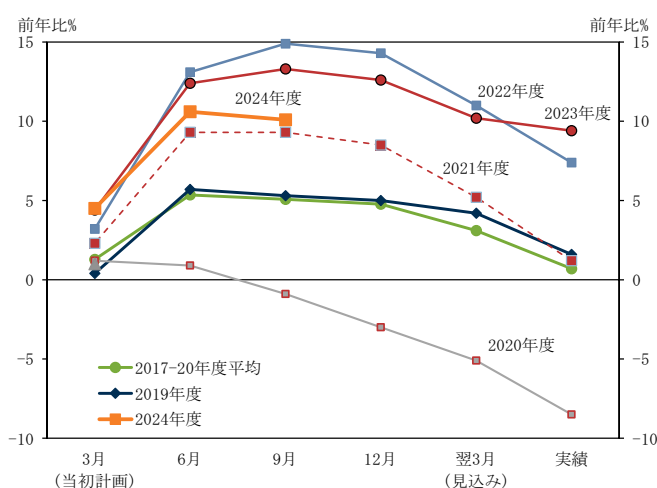
収益が歴史的な高水準で推移し、良好な景況感が続くもとで、企業は積極的な設備投資計画を維持しており、設備投資は緩やかに増加している（図表 6、図表 7）。

図表 6: 企業収益は歴史的な高水準にある
経常利益と売上高（季節調整済み）



出所：財務省，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

図表 7: 企業は積極的な設備投資スタンスを維持
企業の設備投資計画（短観）

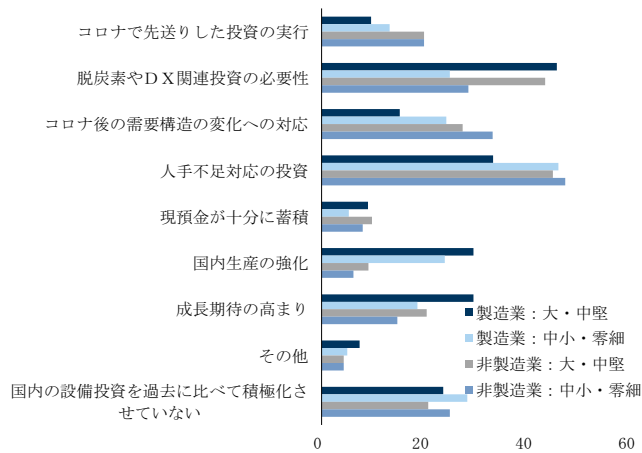


土地除く、ソフトウェア、研究開発含むベース。全企業、全産業。

出所：日銀

現在、設備投資は、脱炭素やデジタル・トランスフォーメーション(DX)など、景気循環とは関係のない中長期的なニーズだけでなく、人手不足の高まりへの対応によってけん引されている(図表 8)。これらの投資案件は息の長い設備投資の増加の可能性を示唆している。また、建設業では、専門人材が不足するもとで、工場等の建設期間が長期化しており、企業は投資意欲ほど設備投資が実行できていない(図表 9)。これは、企業の投資意欲が崩れない限り、供給制約のもとで、設備投資が長期間にわたって緩やかに増加することを意味している。実際、機械受注の受注残は増加を続けており、先行きの設備投資を下支えすると考えられる。このため、先行きも、高水準の企業収益が続くもとで、設備投資も緩やかな増加を続けるとみられる。

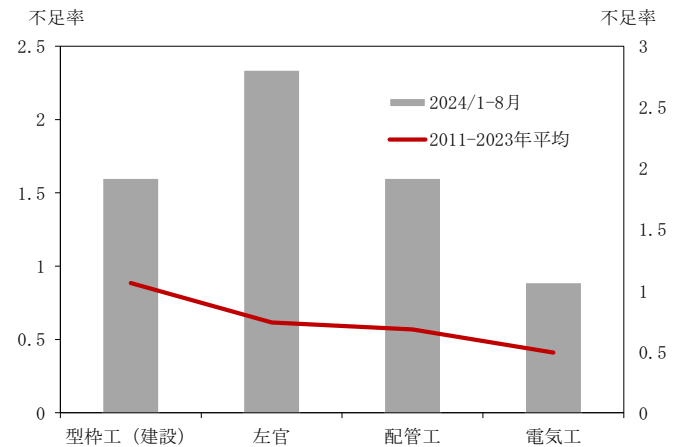
図表 8: 設備投資は人手不足の高まりへの対応によってけん引されている
設備投資スタンス (%)



これは、日銀が今年、全国の大企業、中堅・中小企業など2,500社に対して行ったアンケート調査の結果である

出所：日銀

図表 9: 建設業では、特に専門人材が不足している
建設業の人手不足率

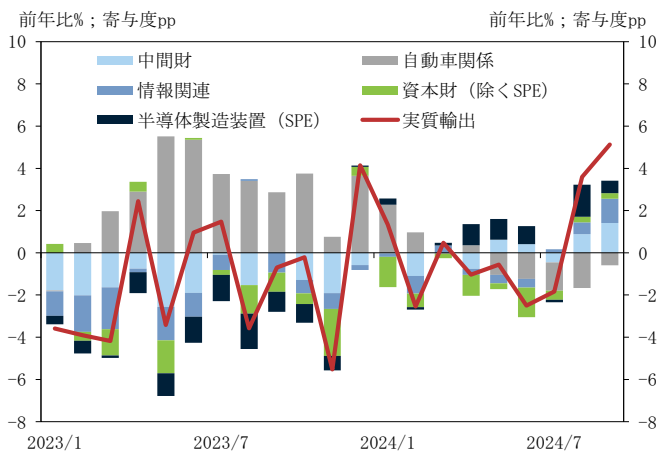


出所：国土交通省、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

3. リスク要因を抱えるも、2025年の輸出は緩やかに増加

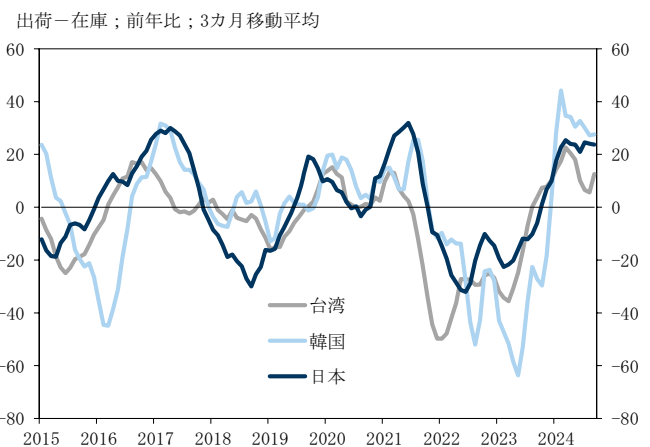
2024年の実質財輸出は、一部自動車メーカーの認証不正問題に関わる生産停止が広範囲の生産に影響を及ぼしたことから、2月以降、日本の輸出の1/4を占める輸送機械を中心に前年比マイナスに転じた。8月以降、漸くプラスに転じている。2025年は、米国経済がソフトランディングを達成し、グローバル経済が緩やかな成長を維持する中で、日本の自動車生産の正常化や、最近の輸出回復をけん引している半導体関連も堅調に推移すると考えられることから、財輸出は2025年は緩やかに増加すると予想する（図表 10、図表 11）。

図表 10: 2024年は自動車輸出が下落も、半導体関連が好調
実質輸出の伸びと財別寄与度



出所：日銀、財務省、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

図表 11: 在庫調整が一巡し、各国ともICT関連機器の出荷・在庫バランスは大きく改善
ICT関連機器の出荷・在庫バランス



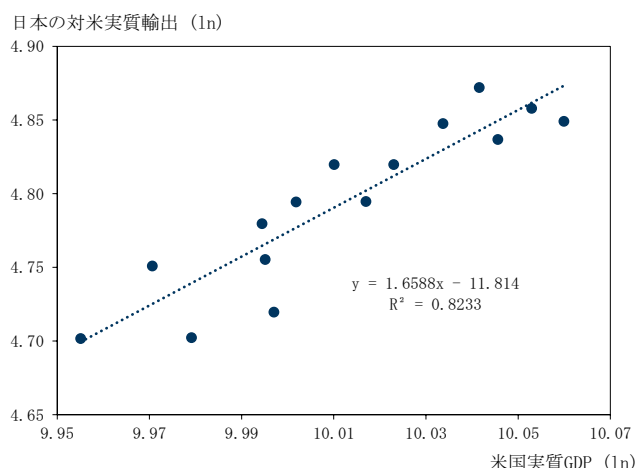
出所：経済産業省、Haver、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

日本の輸出の2割を占める対米輸出は、その約半分が資本財、3割強が自動車を中心とし

た耐久消費財だ。図表 12に示すように、2021年のパンデミックからの回復局面以降は特に米国GDPと日本の実質輸出の相関は高い。当社米国マクロチームは、良好な所得環境と健全な家計バランスシートにより個人消費は2025年も堅調に推移すると予想している。また、米国設備投資も機械投資を中心に緩やかな回復が予想されている。日本の自動車生産の正常化にも支えられ、2025年の対米財輸出は底堅く推移するだろう。

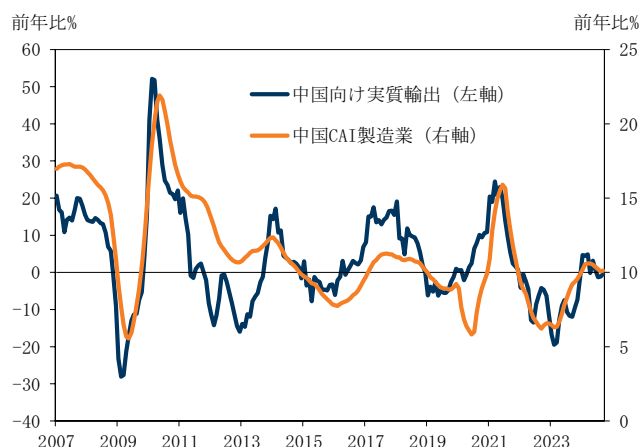
同様に日本の輸出の2割弱を占める対中国輸出は、従来対中輸出の中心であった中国のインフラ投資に関連する原料製品や資本財のウエイトが徐々に低下し、コロナ禍以降は中国の製造業活動全体との連動が高くなっている（図表 13）。特に2023年末以降は、中国向け半導体製造装置の輸出が急拡大し、インフラその他資本財輸出の停滞をカバーしてきた。一方で、第2次トランプ政権下で実効税率20%の対中関税が課される可能性が高い。中国政府の景気浮揚策等で関税による影響は一部相殺されると想定されることから、現段階ではこの関税による日本からの対中輸出の底割れリスクは限定的とみている。ただし、米国の関税政策には様々なリスクが存在すること等、内需に比べ外需の不確実性は高い（Box参照）。

図表 12: 2021年のパンデミックからの回復局面以降は特に米国GDPと日本の実質輸出の相関が高まった
2021年以降の米国経済と対米輸出の関係



出所：日銀，Haver，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

図表 13: 近年は対中輸出は中国の製造業活動と連動
対中実質輸出と中国製造業活動



出所：日銀，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

4. 訪日客数は既にコロナ禍前水準を回復。今後は緩やかな増加基調へ回帰

訪日外国人数は、コロナ後リオープンの急回復が2024年も続いている。但し、前年比増加ペースは、年初の90%から、9月は30%に減速しており、更に9月時点で2024年の累積訪日客数は2019年の年間水準に到達した。2025年は、リオープンによる急拡大局面から、正常時の増加ペースに戻ると予想する。コロナ禍前の2018年と2019年に訪日客数は年間約250万人増加しており¹、2025年もこの増加ペースに回帰すると当社では見込んでいる。前年比増加率では、2024年推定の45%から7%へ減速する見込みだ（図表 14）。

一人当たりインバウンド消費額は、自国通貨ベースでみると2023年以降概ね横ばいで推移している。但し、ドル円レートは2025年央以降150円台後半に向けて円安が進行する

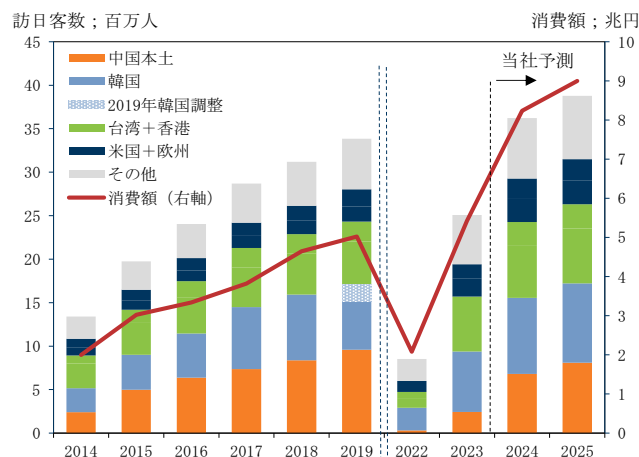
¹ 2019年は、韓国で日本製品不買運動が拡大し、韓国からの訪日客も前年比195万人減少し、訪日客全体も前年比+60万人に止まった。但し、この韓国要因を調整すると、2018年が+250万人、2019年が+264万人となる。

と予想されることから（2024年平均見通しは152円/ドル）、2025年のインバウンド消費額は+9%と訪日客数をやや上回る伸びとなり、9兆円弱に達する予想だ。

宿泊施設や人手不足といった供給面の課題はあるが、宿泊業の雇用者数は賃金上昇もあり、2024年央に2019年水準を3%上回る水準まで回復している。今後もサービスの省略化や、外国人宿泊者比率の増加（＝日本人比率減少）等で、緩やかな訪日客増の受け入れは可能だろう（図表 15）。

図表 14: 訪日客は既にコロナ前水準を回復。2025年は緩やかな増加軌道へ

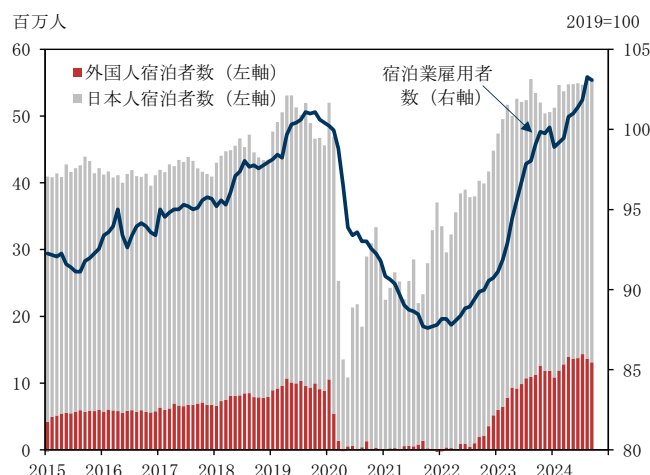
訪日外国人数と消費額



出所：日銀，日本政府観光局，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 15: 供給制約下でも、緩やかな訪日客増の受け入れは可能

延べ宿泊人数と宿泊業雇用者数



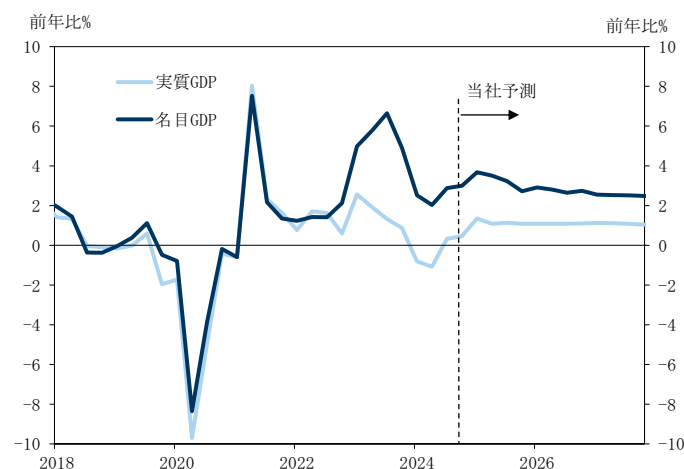
出所：日本政府観光局，厚生労働省，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

5. 経済成長の「名目・実質ギャップ」：生産性改善は引き続き日本の課題

これらを踏まえ、当社は、2025年の実質GDP成長率は1.2%（2024年：-0.2%）と潜在成長率(0.7%)を上回る伸び率に回復すると予想する。この成長率は、一部自動車企業の一時減産という特殊要因によりほぼゼロ成長となった2024年からは大幅な改善だが、コロナ禍以前の2013-19年平均(0.9%)を小幅に上回る程度だ。一方で、2025年の名目GDP成長率は3.4%と2013-19年平均(1.6%)の倍以上の水準を維持する見込みだ。名目GDPだけの上振れは、過去2年間の日本経済のポジティブ・サプライズの大半が物価関連に集中していることを示している。つまり、「名目・実質ギャップ」（図表 16）は、日本経済の変化は現時点では企業の価格・賃金設定行動の変化であり、実質指標に大きな影響を与える人口減少や低生産性伸び率などの長期構造要因に大きな変化がないことを示しているとも言えるだろう。

図表 16: 名目成長率は加速、実質成長率は低位安定

名目・実質GDP成長率



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

実質成長率の安定的な加速には、労働生産性伸び率の上昇が重要になる。そのため、持続的なインフレの達成が企業を今までのコストカットに注力する経営モデル（プロセス・イノベーション）からより創造的なプロダクト・イノベーションへと移行させていくかどうか、慢性的な人手不足が自動化等新技術の普及を促すかどうか、などが日本経済の今後の中長期的な注目点になるだろう。

BOX トランプ政権の関税リスク：日本の輸出に影響するのはどのような関税か？

第2次トランプ政権の誕生によって、今後関税を用いた貿易戦争の可能性は高まったとみる。上述の通り、当社のベースケースシナリオである対中関税の日本への影響は限定的に留まる可能性が高い。しかし当社のグローバル経済調査部は、全輸入品に対して10%の関税を課すユニバーサル関税の可能性を40%と比較的高く見積もっており、リスクシナリオとしては無視できない。

関税の輸出企業への影響の波及経路は、概ね3種類に大別できる。**第1**に、関税対象外の他の輸出企業と比べ、相対的な価格競争力が低下する。**第2**に、輸入国の国内企業に対する価格競争力が低下する。**第3**に、国内価格上昇によって輸入国での需要が減少する。

特定国の特定品目に課税する通常の関税では、第1の経路を中心に輸出への影響が大きい。米国が日本やEU等からの鉄鋼輸入に15-30%の関税を課した鉄鋼セーフガードのケース（2002年）では、日本製の鉄鋼価格は米国内で概ね関税の分だけ引き上げられ、その結果日本の対米鉄鋼輸出は40%減少した。一方で関税から除外されたカナダやメキシコの輸出価格は変わらず、その結果日欧からの輸出減はカナダ・メキシコの輸出増で概ね代替されている。2002年のケースでは、第2の経路が大きく機能した形跡はない。米国の国内鉄鋼企業はセーフガード発動と共に販売価格を大きく引き上げており²、相対価格に大きな変化は生じなかったとみられる。第3の経路は、鉄鋼需要の価格弾力性は一般的に低いため、影響は小さかったとみられる。

このため、日本を対象を限定した関税の場合は、鉄鋼のケースと同様日本経済への影響は大きくなるとみ

² 千葉(2003)は、熱延鋼板の価格はセーフガード発動前は210ドル/トンから、発動後の2002年7月には400ド

られる。当社の以前の推計では、対日自動車関税が2018年にトランプ政権が示唆した25%³へと引き上げられた場合、対米自動車輸出台数は25%強減少し、GDPを約0.4pp押し下げると試算した。

一方ユニバーサル関税では、以下の理由から、日本への影響は比較的小さいと予想している。まず、米国に輸出する諸国の相対的な価格競争力に変化は生じないため、第1の経路は存在しない。第2の経路も、全ての輸入品を国産品で代替することは難しい以上、影響は限られるだろう。第3の経路については、当社グローバル経済調査部は米国GDPを1pp程度抑制すると推計しており、日本のGDPへのマイナス寄与は0.1pp前後になるとみられる。ただし、ユニバーサル関税は為替レートに大きな影響をもたらすリスクがある他、不確実性の高まりが世界経済に影響を与える可能性には留意が必要だ。

ル/トンまで上昇したことを指摘している。

³ ブルームバーグ，“トランプ大統領、輸入車への25%関税賦課の可能性を改めて示唆”，2018年11月29日。

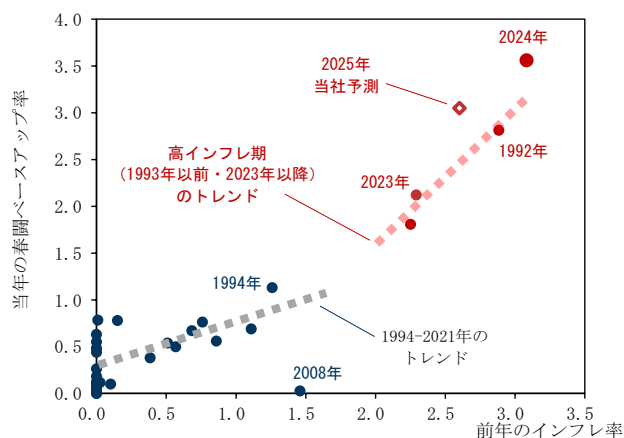
賃金・物価見通し：賃金・物価の好循環の継続に加え、円安の進行により2025年度のインフレ率も概ね2%を維持

ベース賃金上昇率は、2024年夏に「持続的なインフレと整合的な水準」として日銀が繰り返し言及してきた前年比3%に達し、人件費上昇を通じた価格押し上げ圧力が一段と強まった。2025年の賃上げの重要な先行指標である春闘ベースアップ率は、2024年の3.6%よりも低い3%台前半を予想する。これは、2025年春闘が参照する2024年平均のヘッドラインCPIインフレ率は2.5%と昨年の3.1%から低下する見込みであるからだ。しかし、人手不足の深刻化や転職市場の拡大等を受けた労働者の交渉力（bargaining power）向上に加え、大企業が将来の人手不足を見越して高めの賃上げを表明し、それが日本の雇用者の約7割を雇用する中小企業にも波及していること、企業収益の伸びが引き続き高いことも考慮すると、ベースアップ率は高い水準を維持する見込みだ（図表 17）。

更に、企業向けサービス価格も賃金上昇率と連動して加速しているため（図表 18）、直接・間接的な賃上げのコスト増圧力は特に労働集約的なサービス業で今後強まる可能性が高い。当社は、人件費と企業向けサービス価格双方の3%上昇が着実に価格転嫁されるならば、CPI全体では1.1-1.5%の物価押し上げにつながると推計しており、今後の持続的なインフレを担保する重要な要因と見ている。

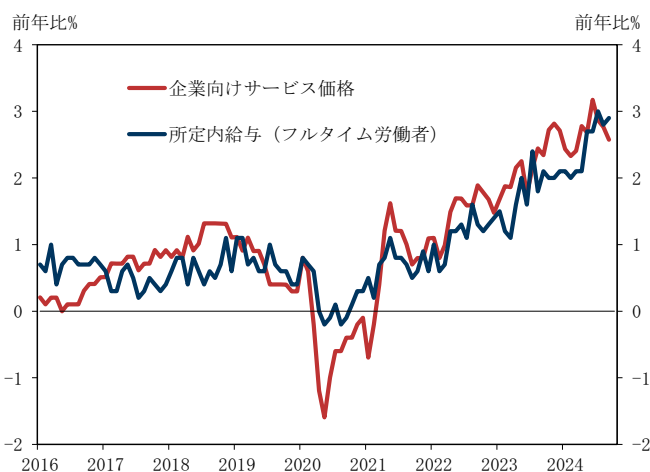
加えて、当社為替調査部はドル円レート予測を円安方向に修正した（12か月後予測：140円/ドル→159円/ドル）。再燃する円安圧力は日本に一層のインフレ圧力をもたらす可能性が高い。年初来の円安は夏以降の物価を明らかに押し上げており（図表 19）⁴、150円台後半の円安が今後も続くとの予測変更を受け、コアCPI（生鮮食品を除く）の2025年度平均予測を2.2%（従来予測比+0.3pp）に、新コアCPI（生鮮食品及びエネルギーを除く）を同2.1%（+0.2pp）に、それぞれ上方修正した（図表 20）。

図表 17: 2023年以降、春闘の賃上げ率は前年のインフレ率に強く連動している
春闘ベースアップ率とインフレ率の関係



出所：総務省、連合、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

図表 18: 賃上げと企業向けサービス価格双方の加速は、企業の生産コストを大きく押し上げている
所定内給与と企業向けサービス価格



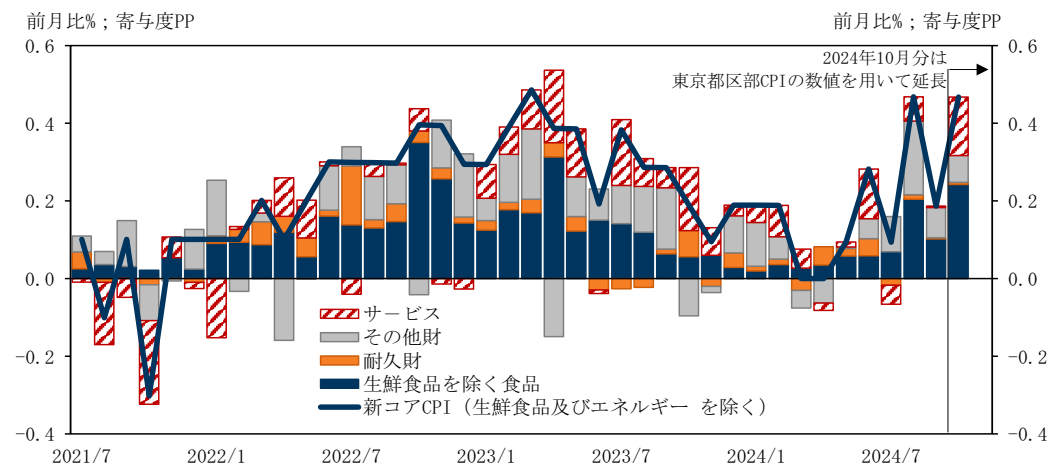
出所：日銀、厚生労働省

新コアCPIは、図表 21が示す通り、サービス価格と食料価格（後者はコメ価格急騰の影響も大きい）のプラス寄与によって2%超の伸び率を維持する見込みだ。一方でコアCPIは、政府のエネルギー価格抑制策の中止と再開により大きく変化するため、非常に不確

⁴ もっとも、この物価上昇は円安との関連性が低いコメ価格急騰（2024年8月以降）の影響も大きい。

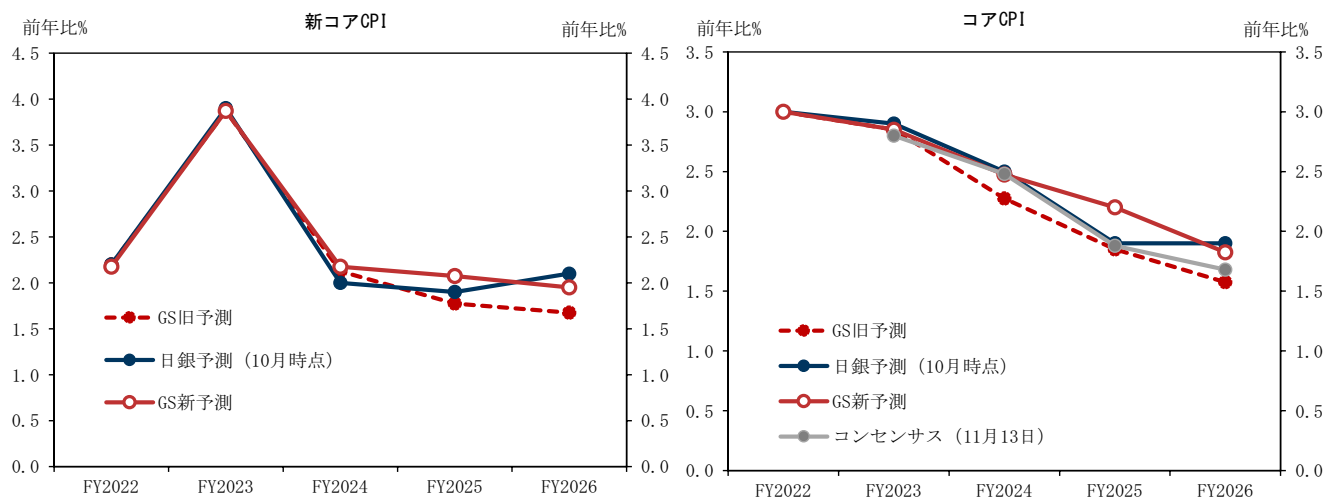
実性が高い（当社は、10月使用分でいったん終了した電気・ガス料金の価格抑制策が、1月使用分から3月使用分まで再開されると想定している）。そのため、今後当面の間、日銀の金融政策動向を測る指標として、新コアCPIがより重要になると予想する。

図表 19: 円安と賃上げは日本に「第2のインフレの波」をもたらしている
新コアCPI前月比上昇率と項目別寄与度



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

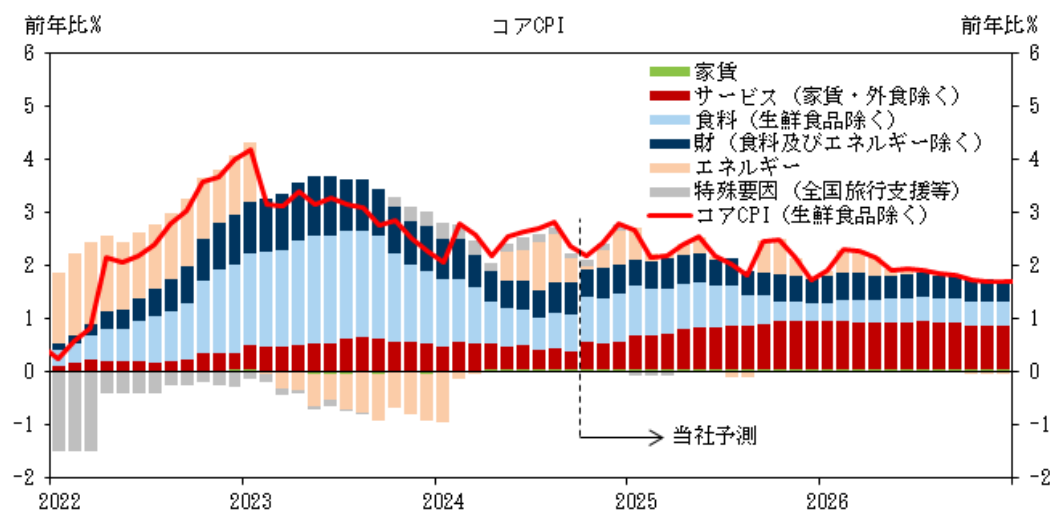
図表 20: 円安方向の予測改定を受け、CPI予測は上方修正
年度平均消費者物価予測



出所：総務省，日銀，JCER，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 21: コアCPIはエネルギー価格を中心に不安定な動きが続く

コアCPI（生鮮食品を除く）前年比上昇率



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

金融政策：日銀は、来年1月に利上げした後も、年2回のペースで中立金利まで利上げを継続すると予想

日銀は、2%のインフレが実現すれば政策金利を中立金利まで引き上げると説明している。こうしたもとで、日銀の植田総裁は、10月の金融政策決定会合後の記者会見において、夏場から使っていた「時間的余裕」という表現を今後は使用しないと説明した。当社は、日銀は、市場に利上げを織り込ませ、更なる利上げに向けて地ならしを始めたかと判断している。

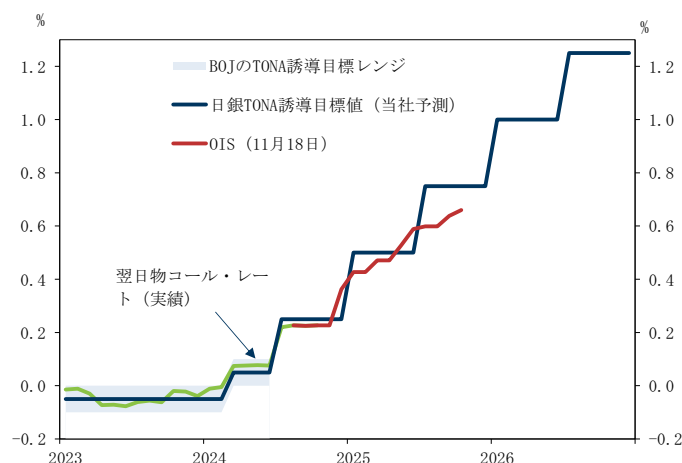
当社は、こうした日銀の金融政策正常化推進の背景には、デフレリスクは終焉に向かっているとの認識があるとみているが、長きにわたるデフレを経験した日本で、デフレリスクが完全に払拭されたわけではない。インフレ予想は上昇しているとは言え、いまだに2%には達していない。また、賃金・物価スパイラルのリスクは限定的であるほか、実質金利が大幅なマイナスの領域にある中でも、展望レポートで指摘されているように、金融面での過熱感など目立った副作用はみられていない。このため、当社は、日銀には利上げを急ぐ必要はなく、緩やかながらも着実なペースで、政策金利を中立金利の水準まで引き上げていくとみている。

当社は、中立金利の水準を1.5%と判断している。このため、当社は、日銀が見通し期間末の2027年3月にかけて、年度2回のペースで、現在の0.25%を1.5%まで引き上げていくと予想している。利上げのタイミングは、2025年1月に0.5%に引き上げた後、6か月ごとに0.25%ずつの利上げを行うー2025年7月、2026年1月と7月、2027年1月に利上げを実施するーと予想している（図表 22）。

このタイミングは、植田総裁が9月決定会合後の記者会見で、「ある程度まとまった情報が得られたと判断できたところで」次のステップに移ると説明したことを踏まえている。日銀が重視する基調的物価の動きを確認するには、春闘での賃上げとその実際に支払われる賃金への波及、4月と10月の価格改定期における賃金からサービス価格への転嫁に関するデータやマイクロ情報が極めて重要である。この点、当社は、ある程度蓄積されたCPIや賃金に関するデータに加え、中小企業を含めた各地企業の賃金・価格設定行動に関するマイクロ情報が利用可能になるベストのタイミングは、1月と7月であると判断

している⁵。このため、当社はベースケース・シナリオとして、毎年1月と7月に0.25%の利上げを行い、政策金利は2027年1月に中立金利の1.5%の水準に達すると予想する。

図表 22: 当社は、日銀は来年1月の利上げの後も年2回のペースで着実に利上げを行っていくと予想
日銀政策金利パスとOISレート



出所：日銀、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

ただし、このベースケース・シナリオに関しては2つの留意点がある。**第1**は、利上げのタイミングを巡る不確実性である。ドル・円レートは、その変動幅にもよるが、物価の先行きに大きな影響を及ぼす。特に円安は、現在のように企業の価格設定行動が積極化しているもとでは、輸入物価上昇を通じて、物価の上振れリスクを高めやすい。現在、米大統領選を経て、ドル・円レートは再び円安傾向にある。共和党政権による今後の経済政策にも影響を受けるが、今後、利上げを決定した7月金融政策決定会合前の1ドル=160円程度まで円安が進む場合には、来年1月ではなく、今年12月に利上げを行う可能性もあると予想する。このように、円安が進行した場合には、利上げのタイミングが影響を受ける可能性がある。

第2は、中立金利の水準を巡る不確実性である。日銀は、日銀のインフレの見通しと実質自然利子率の推計値を基にすると、中立金利を1から2.5%のレンジの範囲内にあると認識していると考えられる。植田総裁は、9月金融政策決定会合後の記者会見で、政策金利が中立金利の水準に到達した場合には、利上げの影響を慎重に見極めていくと説明した。このため、2026年1月に1%までの利上げを行った後、日銀は、利上げの是非をより慎重に判断していくとみられる。

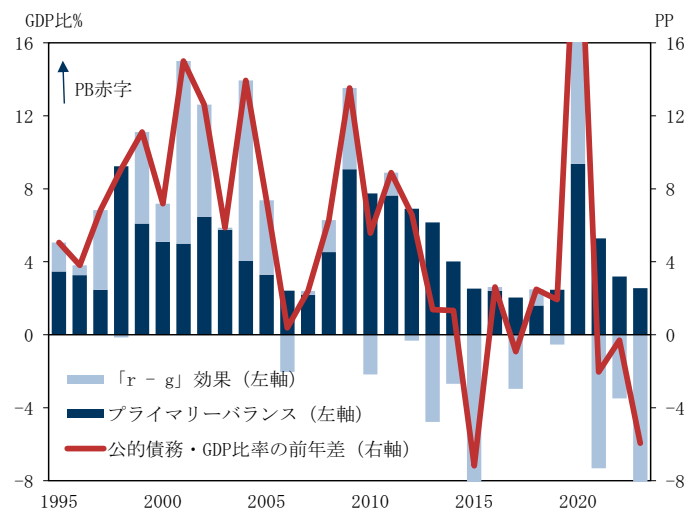
財政政策：今後は拡張的に、しかし債務の持続可能性は保たれる見込み

上述の通り、当社は今後政策金利が緩やかに1.5%へと上昇してゆくと予想しており、これに伴い10年の国債市場金利は2026年に2%と、1997年以来の高水準に達する見込みだ。これに伴い、政府の実効金利（＝利払費/債務総額）は今後緩やかながら着実に上昇し、利払費は2024年度の約8兆円（GDP比1.5%）から2030年度に約16兆円（GDP比3.0%）と大きく増加するとみられる。もっとも、実効金利が名目GDP成長率を下回る水準で推

⁵ 日銀では、年4回（1月、4月、7月、10月）の支店長会議で、各支店から、各地域の景気情勢や企業の賃金・価格設定行動に関するマイクロ情報がボードメンバーに対して報告される。

移する限り、利払費が増加しても債務/GDP比率には低下圧力がかかる（いわゆる「 $r - g$ 効果」）ため、当社は利払費増が日本の公的債務の持続性を損なうとは考えていない。図表 23は、プライマリーバランス（PB）が赤字であるにもかかわらず、債務/GDP比率は2021年以降低下が続いていることを示しているが、これは主に $r - g$ 効果によるものだ。

図表 23: プライマリーバランスが赤字にもかかわらず、債務/GDP比率は2021年度以降低下している
公的債務/GDP比率の前年差及び要因分解



直近2023年度のプライマリーバランスは当社推計値。

出所：内閣府、財務省、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

ただし、 $r - g$ 効果で債務/GDP比率を抑制できるとしても、PB赤字を抑制する必要性が消えるわけではない。財政赤字の拡大が国債のクレジットリスクプレミアムを高めて金利上昇につながり、 $r - g$ 効果を弱める（または反転させ、債務/GDP比率を上昇させる）可能性もあり、この効果だけに依存した債務管理政策はリスクが高いためだ⁶。もっとも当社は、20年以上続いたPB赤字は今後解消に向かうと予想しており、この点でも財政リスクは小さい。これは、持続的なインフレの達成は税収を押し上げ、一方でコロナ禍で増加した各種補助金、給付金は縮小が見込まれるためだ（内閣府も、2025年度のPB黒字転換を予想している）。

このPB予想に対するひとつのリスク要因は、与党と国民民主党が協議している、2025年度以降の所得税の基礎控除引き上げだ。この政策は、課税対象となる所得水準を引き上げることで、毎年の納税額を減額する恒久減税の一種⁷だ。減税規模は現時点では不明だが、国民民主党の要求の半分弱、控除額の103万円から130万円への引き上げ（減税額に換算すると3兆円弱）で決着すると当社は想定している⁸。これによるPBへのマイナ

⁶ 2024年のジャクソンホール会議で発表されたGomez-Cram, Kung and Lustig (2024)などを参照されたい。

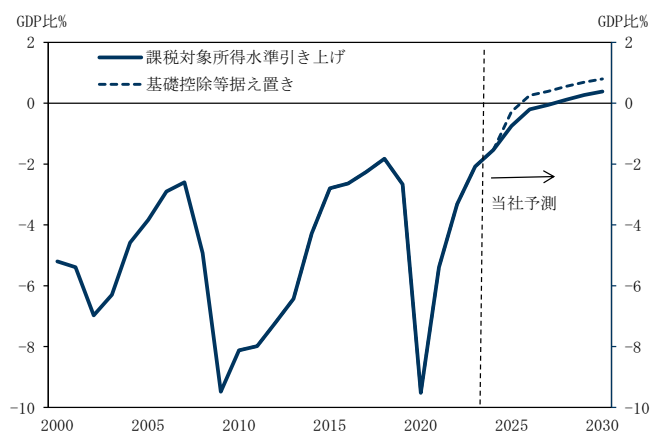
⁷ この政策は、年間所得を課税対象の範囲外に留めようとする労働者に一層の労働供給を促すことと、インフレによって所得税の実効税率が上昇してしまう「ブラケット・クリープ」対策として打ち出されたものだ。今回の減税でこれらの政策目的が十分に達成されるわけではないが、部分的な効果はあると当社は判断している。

⁸ 130万円への引き上げを想定するのは、年収が130万円を超えると社会保険料の徴収対象となるためだ。基礎控除をこれ以上引き上げても、労働者は社会保険料の徴収に伴う所得の減少を忌避して労働時間を抑制する可能性が高く、脚注7で指摘した基礎控除引き上げの主目的を果たせなくなる。そのため、当社は短期的な妥協案としては130万円への引き上げが妥当だと見込んでいる。

ス寄与は無視できないが、持続的なインフレ達成という当社のシナリオの下では、この基礎控除引き上げでPB黒字化は2027-28年ごろにずれ込むものの、PB改善の基調は変わらない見込みだ。そして当社の金利予測とPB予測を組み合わせると、債務/GDP比率も引き続き低下基調が続くと予想する（図表 25）。

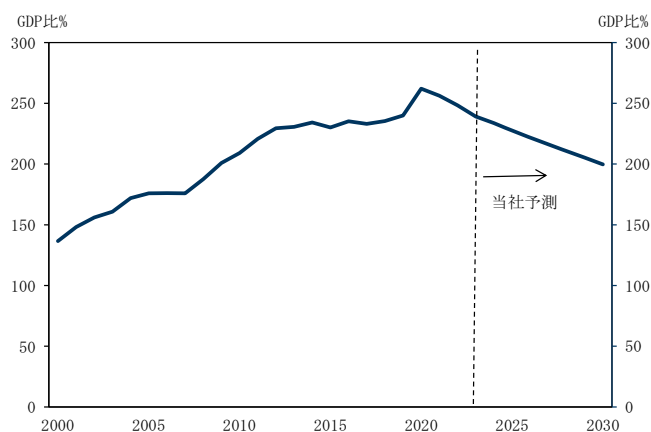
もう一つのリスク要因は、政府が11月末までに取りまとめる2024年度の総合経済対策だ。電気・ガス・ガソリンの価格抑制策延長や地方創生交付金の増額、先端技術への投資促進のための支援策創設などを盛り込まれる見込みだ。総額10兆円超の規模となる可能性が高いが、PB赤字にカウントされないとみられる項目も多い⁹こと等を考慮し、図表 24、図表 25のPB及び債務/GDP比の予測では、今次補正予算で2024年度のPB赤字は約3兆円程度の増加に留まると予想している（補正予算のいわゆる「真水」の規模は5兆円を上回る可能性が高い）。

図表 24: 基礎控除引き上げでプライマリーバランス黒字化は2年ほど遅れる見通し
プライマリー・バランスの推移



出所：内閣府，財務省，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 25: 恒久減税と利上げ継続を予想する当社の想定下でも、債務/GDP比の低下は続く見通し
一般政府債務・GDP比率



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

与党が少数野党に転落し、参院選を2025年7月に控えた今、政局次第で更なる減税（や防衛費増額）など、より拡張的な財政政策が行われる可能性がある。このため、当社のPB予測のリスクは赤字方向に偏っている。政府支出の増加は日本のGDPにとってはプラス要因だが、上述の供給制約により、GDPへのプラス寄与は小幅に留まる可能性が高い。同様に、一時減税や給付金のプラス寄与も限定的だ。ただし、恒久減税に限っては、GDPの押し上げ効果は無視できない。当社は、3兆円の減税で2025年度のGDPが0.1pp強押し上げられると予想しているが、仮に国民民主党の要求通り7-8兆円の恒久減税を行う場合、GDPは0.3pp程度押し上げられる可能性がある。

⁹ 報道されている先端技術への投資促進のための支援策は、通常の国債ではなく、償還財源に政府保有株の配当を充当する「つなぎ国債」で資金調達され、PBには計上されないと報じられている（日本経済新聞、11月1日）。また、地方交付税交付金は、中央政府の歳出ではあるが、地方政府も含めた統合政府内での所得移転に過ぎず、地方政府が予算を執行するまではPBには計上されない（こちらは国債の増発にはつながる可能性が高い）。

図表 26: 主要イベント

2024年	11月11日	特別国会召集（首相首班指名）
	11月15日	APEC首脳会議
	11月18-19日	G20首脳会議（ブラジル）
	11月中	政府・与党経済対策策定
	11月末～	臨時国会召集 （補正予算国会審議・成立）
	12月	2025年度税制改革案
	12月18～19日	日銀金融政策決定会合 「金融政策の多角的レビュー」公表
	12月下旬	2025年度予算案を閣議決定
2025年	1月中旬	通常国会召集（2025年度予算審議等）
	1月23～24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2025年春闘第1回目集計
	3月下旬	2025年度予算成立
	4月30～5月1日	日銀金融政策決定会合（展望レポート）
	6月	通常国会閉会
	6月中	骨太の方針
	7月22日	東京都議会議員任期満了
	7月28日	参議院任期満了
	7月30～31日	日銀金融政策決定会合（展望レポート）
	10月29～30日	日銀金融政策決定会合（展望レポート）
	12月	2026年度税制改革案
	12月下旬	2026年度予算案を閣議決定

出所：日経，日銀，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

日本経済調査部

主要経済予測

	年度						暦年					
	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
実質GDP（前年比）	0.8	0.3	1.1	1.1	1.1	0.9	1.7	-0.3	1.2	1.1	1.1	1.0
消費支出	-0.6	0.8	1.1	0.8	0.6	0.6	0.7	-0.2	1.4	0.8	0.6	0.6
設備投資	0.3	1.7	1.5	2.4	2.8	3.0	2.0	1.2	1.4	2.2	2.8	2.9
住宅投資	0.3	-1.5	0.4	-0.2	-0.5	-0.5	0.9	-2.7	0.7	0.0	-0.5	-0.5
輸出	2.8	1.5	2.1	3.2	3.5	3.3	2.9	0.8	2.6	2.9	3.5	3.4
輸入	-3.2	4.0	2.7	3.9	4.2	4.4	-1.5	1.8	3.2	3.7	4.2	4.3
政府消費	-0.5	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7	0.0	0.6	1.0	0.8	0.7	0.7
公的固定資本形成	0.6	2.1	4.4	5.5	5.5	3.7	1.6	-0.3	4.6	5.3	5.8	4.2
外需（寄与度）	1.2	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	0.9	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2
民間需要（寄与度）	-0.5	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8	0.5	-0.1	0.9	0.8	0.8	0.8
公的需要（寄与度）	-0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4
名目GDP（前年比）	4.9	2.9	3.1	2.7	2.5	2.4	5.6	2.6	3.3	2.8	2.5	2.4
鉱工業生産（前年比）	-1.9	-0.5	2.7	3.4	4.0	4.7	-1.2	-2.7	3.1	3.2	3.8	4.6
コアCPI（前年比）	2.8	2.5	2.2	1.8	1.7	1.7	3.1	2.5	2.2	2.0	1.7	1.7
新コアCPI（前年比）	3.9	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7	4.0	2.4	2.1	2.0	1.8	1.7
グローバルコアCPI（前年比）	2.6	1.7	2.0	1.9	1.7	1.7	2.6	1.9	1.9	2.0	1.7	1.7
失業率（%）	2.6	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3	2.6	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3
経常収支（兆円）	26.6	25.7	26.1	25.0	23.9	21.7	22.6	26.7	26.3	25.3	24.2	22.2
日銀政策金利（期末値）	0.05	0.50	1.00	1.50	1.50	1.50	-0.05	0.25	0.75	1.25	1.50	1.50
2年国債利回り（期末値）	0.18	0.80	1.30	1.45	1.45	1.45	0.04	0.60	1.20	1.45	1.45	1.45
10年国債利回り（期末値）	0.72	1.30	1.70	2.00	2.00	2.00	0.61	1.10	1.60	2.00	2.00	2.00
ドル円レート（期末値）	151.2	155.0	159.0	145.0	132.0	119.0	142.0	155.0	159.0	145.0	132.0	119.0
ユーロ円レート（期末値）	163.2	164.3	163.8	153.7	145.2	134.5	157.1	164.3	163.8	153.7	145.2	134.5

出所：内閣府，総務省，財務省，日銀，データストリーム，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

	2024				2025				2026			
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
実質GDP（前期比年率）	-2.4	2.2	0.9	1.3	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2
消費支出	-2.4	2.6	3.6	0.6	1.1	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
設備投資	-1.6	3.8	-0.7	1.0	1.5	1.5	2.0	2.0	2.0	2.5	2.5	2.8
住宅投資	-11.0	5.7	-0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.5
民間在庫（寄与度）	1.1	-0.4	0.4	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
輸出	-16.8	10.7	1.5	4.0	1.5	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	3.5	3.5
輸入	-9.4	12.2	8.5	-1.0	2.5	2.5	3.0	3.5	3.8	4.0	4.2	4.2
政府消費	1.3	0.3	2.0	0.7	0.7	1.2	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
公的固定資本形成	-4.3	17.4	-3.6	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	6.5	6.5
外需（寄与度）	-1.8	-0.2	-1.3	1.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
民間需要（寄与度）	-0.9	1.8	2.2	-0.1	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
公的需要（寄与度）	0.1	0.8	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
実質GDP（前年比）	-0.8	-1.1	0.3	0.5	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
消費支出	-1.9	-0.6	0.7	1.1	2.0	1.6	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
設備投資	-0.6	2.6	2.4	0.6	1.4	0.8	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5
住宅投資	-3.7	-3.3	-2.5	-1.5	1.6	0.3	0.5	0.4	0.2	0.1	-0.1	-0.3
輸出	1.3	1.0	1.5	-0.7	4.4	2.1	2.2	1.9	2.2	2.7	3.1	3.4
輸入	-3.3	3.9	4.9	2.2	5.4	3.1	1.7	2.9	3.2	3.6	3.9	4.0
政府消費	-0.4	0.8	0.8	1.1	0.9	1.2	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
公的固定資本形成	-4.4	0.0	0.6	3.3	5.7	2.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.4	5.7
名目GDP（前年比）	2.5	2.0	2.9	3.0	3.7	3.5	3.2	2.7	2.9	2.8	2.6	2.7
鉱工業生産（前年比）	-4.3	-2.9	-1.9	-1.5	4.3	2.1	3.3	2.6	2.9	3.2	3.3	3.4
コアCPI（前年比）	2.5	2.5	2.7	2.5	2.3	2.4	2.1	2.1	2.2	2.0	1.9	1.7
新コアCPI（前年比）	3.2	2.2	2.0	2.3	2.2	2.3	2.1	1.9	2.0	2.0	2.0	1.9
グローバルコアCPI（前年比）	2.4	1.8	1.6	1.8	1.6	1.9	1.9	2.0	2.1	2.0	2.0	1.8
失業率（%）	2.5	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
貿易収支（兆円）	-1.4	-1.2	-1.2	-1.7	-2.7	-1.2	-1.4	-2.6	-3.3	-1.7	-2.0	-2.9
経常収支（兆円）	6.6	6.9	9.0	4.2	5.6	7.6	9.5	3.6	5.5	7.1	6.8	6.0
日銀政策金利（期末値）	0.05	0.05	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25
2年国債利回り（期末値）	0.18	0.36	0.38	0.60	0.80	1.00	1.10	1.20	1.30	1.40	1.45	1.45
10年国債利回り（期末値）	0.72	1.05	0.85	1.10	1.30	1.40	1.50	1.60	1.70	1.80	1.90	2.00
ドル円レート（期末値）	151.2	160.9	143.3	155.0	155.0	157.0	158.0	159.0	159.0	154.0	150.0	145.0
ユーロ円レート（期末値）	163.2	172.3	159.7	164.3	164.3	164.9	164.3	163.8	163.8	160.2	157.5	153.7

出所：内閣府，総務省，財務省，日銀，データストリーム，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、太田 知宏、大谷 聡、田中 百合子、アンドリュー・ティルトンは、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確認ください。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。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・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(マドリード支店)が調査資料を配布します；GSI - Sweden Bankfilial(ストックホルム支店)はSwedish Securities and Market Act (Sw. lag (2007:528) om värdepappersmarknaden)第4章4項に基づきSFSÅより「第三国支店」として認可されており、スウェーデン王国内で調査資料の配布を行います。ドイツで法人化された金融機関であり、単一監督メカニズム内で欧州中央銀行の直接のブルーデンシャル規制の対象となり、その他の点ではドイツ連邦金融監督庁(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)およびドイツ連邦銀行の監督を受けるゴールドマン・サックス・バンク・ヨーロッパSE(「GSBE」)が、ドイツ連邦共和国内および欧州経済領域内でGSIが認可されていない管轄地域で調査資料を配布します；また、デンマーク王国では、デンマーク金融監督庁の監督を受けるGSBEコペンハーゲン支店(filial af GSBE, Tyskland)が調査資料を配布します；スペイン王国では、(限られた範囲で)スペイン銀行の国内での監督対象となるGSBE - Sucursal en España(マドリード支店)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ザー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・インベストメント・リサーチが提供する異なるレベルのサービス：グローバル・インベストメント・リサーチが提供するサービスのレベルならびに種類は、コミュニケーションを受け取る頻度や手段に関するお客様のご要望、お客様のリスク特性や投資の重点分野ならびに大局的な投資観(市場全体、セクター固有、長期、短期等)、当社との顧客関係全体の規模や範囲、法律や規制による制約といった様々な要因により、当社の社内顧客および社外の他の顧客に提供されるサービスと異なる場合があります。一つの例として、特定の有価証券に関する調査資料の発行時に通知を依頼され

るお客様もいれば、当社顧客向け内部ウェブサイトで入手可能なアナリストのファンダメンタル分析の基礎となる特定のデータの、データフィードその他の手段による電子配信を依頼されるお客様もいます。アナリストの根本的な調査見解の変更(株式の場合はレーディングや目標株価、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の手段により、当該レポートがそれを受け取る資格のあるすべての顧客に広範に配布されるまでは、いかなる顧客にも伝達されることはありません。

すべての調査資料は電子的発行手段により当社の顧客向け内部ウェブサイトですべての顧客に一斉に配布され、閲覧可能となります。調査資料のすべての内容が当社顧客向けに再配布されたり、第三者のアグリゲーターに提供されたりするわけではなく、ゴールドマン・サックスは第三者のアグリゲーターによる当社の調査資料の再配布に責任を負っているわけでもありません。一つ以上の有価証券や市場、資産クラス(関連サービス含む)に関してご利用可能な調査資料やモデル、その他データについては、当社の営業担当者にお問い合わせいただくか、<https://research.gs.com>をご覧ください。

その他の開示事項については、<https://www.gs.com/research/hedge.html>をご参照いただくか、200 West Street, New York, NY 10282のリサーチ・コンプライアンスから入手することができます。

金融商品取引法第37 条に定める事項の表示

本資料とともに、金融商品取引をご案内させていただく場合は、各金融商品取引の資料をよくお読みください。金融商品取引を行われる場合は、各商品等に所定の手数料等(たとえば、株式のお取引の場合には、約定代金に対し、事前にお客様と合意した手数料率の委託手数料および消費税、投資信託のお取引の場合には、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、すべての金融商品には、関連する特殊リスクがあり、国内外の政治・経済・金融情勢、為替相場、株式相場、商品相場、金利水準等の市場情勢、発行体等の信用力、その他指標とされた原資産の変動により、多額の損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、デリバティブのお取引の場合には、弊社との合意により具体的な額が定まる保証金等をお客様に差し入れていただくこと、加えて、追加保証金等を差し入れていただく可能性もあり、こうした取引についてはお取引の額が保証金等の額を上回る可能性があります(お取引の額の保証金等の額に対する比率は、現時点では具体的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。