

## 日本経済アナリスト

## 2023年度の日本経済：賃金と日銀に注目

- 日本の実質GDP成長率は、2022年度の1.7%から2023年度に1.2%へと減速するものの、潜在成長率(0.8%)を上回る成長が続くと予想する。経済再開効果の恩恵を直接的に受ける消費に加えて、設備投資もペントアップ需要や人手不足感の高まり、更にはサプライチェーン再構築ニーズもあり堅調な寄与を示すと予想している。外需は、欧米を中心とした景気減速を背景に前半を中心に財輸出の低迷を予想する一方、インバウンドの回復で年間を通じてサービス輸出は着実な増加を予想する。
- コアCPIインフレ率(生鮮食品を除く)は、政府のエネルギー補助金等もあり、2022年末に3.5%程度でピークを打った後減速を予想している。ただし、円安効果の顕現化はこれからが本番であり、年間を通じて2%台の推移となるだろう。
- 日銀黒田総裁が、安定的な物価上昇目標2%の達成には3%超の賃金伸び率が必要と繰り返し述べてきたことから、2023年度の春闘並びにマクロ賃金に対する注目が市場で高まっている。当社では、2022年度のインフレ率上昇を主因に、2023年度の所定内給与は2022年度から一段と加速する一方、企業収益や経済活動の減速等からボーナスその他給与の伸びが減速することで、マクロ賃金の伸びは2%弱と2022年度から横這い圏での推移を予想している。足元のインフレ圧力の強さや経済再開に伴う人手不足等に鑑みるに、リスクはアップサイドに強いと思われるが、それでも日本企業のマインドセットが大きく変化しない限り、総賃金3%上昇からはかなり距離があると思われる。
- 政策面では、日銀黒田総裁(2期目)の任期も4月に満了し新体制がスタートする。ただし、マクロ賃金の大幅な上昇は困難であることを主因に、新体制下でも2023年中に明確な利上げに転じる可能性はかなり低いと、当社では予想している。岸田政権もグローバル経済の失速を懸念しており、これが払拭されるまでは、日銀には超低金利環境の持続を求め続けるだろう。またこの懸念が払拭された後でも、岸田政権に金融政策正常化に向けたインセンティブが十分に芽生えないようであれば、2024年中も利上げは難しいのではないかと。しかしながら、2023年中でも、フォワード・ガイダンスの修正や10年金利のバンド拡大といった微調整を実施する可能性は相応にあると予想する。

馬場 直彦  
+81(3)6437-9960 |  
naohiko.baba@gs.com  
Goldman Sachs Japan Co., Ltd.

太田 知宏  
+81(3)6437-9964 |  
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.

## 2023年度の日本経済：賃金と日銀に注目

### 2023年のグローバル経済

#### 2022年に続き減速

グローバルに亘る経済再開効果の剥落や財政金融政策の引き締め、中国経済、更にはロシア・ウクライナ戦争等により、グローバル経済は2022年に大きく減速した。2023年も、米国経済はリセッションを免れると予想するものの、欧州経済で予想されるリセッションや中国経済の不安定さが重石となり、2023年のグローバル実質GDP成長率は1.8%と、2022年の2.9%から更なる減速を予想する(図表1)<sup>1</sup>。主なポイントは以下の3点だ。

第1に、当社では、米国で一層の利上げ強化を予想する(今後計125bpの追加利上げを実施し、ターミナル・レートを5-5.25%まで引き上げ<従来予測は4.75-5%>)。もっともこれを踏まえても、米国経済はリセッション入りを免れると予想する。

第2に、エネルギー価格の高騰が実質所得を大きく毀損していることを主因に、ユーロ圏・英国ともに既にリセッション入りしていると、当社では考えている。もっとも欧州経済は、生産活動の急落を回避しつつ、ロシア産天然ガスの依存度を大幅に低下させることに既に成功している。加えて、経済再開効果の余地も残っていることなどから、リセッションは比較的浅いものとなりそうだ。

第3に、中国がゼロ・コロナ政策を緩和し始めるタイミングを2023年Q2と想定している。ただし、当初は新規感染者の増加から、2023年前半の中国の景気回復はごく緩やかなものに止まるだろう。年後半には経済再開のプラス効果が拡大するものの、人口動態・生産性の悪化や不動産市場の停滞が重石となり、実質GDP成長率は4.5%に止まると予想している。

図表 1: 2022年に続いて2023年も、グローバル経済は減速

グローバル経済・実質GDP成長率予測

	2021年	2022年		2023年		2024年	
	実績	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	5.9	1.9	1.8	1.1	0.4	1.6	1.4
日本 (暦年)	1.6	1.5	1.6	1.3	1.4	1.4	1.1
(年度)	2.3	1.7	1.9	1.2	1.2	1.5	1.0
ユーロ圏	5.3	3.3	3.1	-0.1	-0.1	1.4	1.5
ドイツ	2.6	1.8	1.6	-0.6	-0.7	1.4	1.3
フランス	6.8	2.5	2.5	0.1	0.4	1.3	1.3
イタリア	6.7	3.8	3.5	-0.1	-0.1	1.3	1.2
スペイン	5.5	4.6	4.5	0.6	1.0	2.1	2.0
英国	7.5	4.4	4.2	-1.2	-0.5	0.9	1.1
アジア	6.6	3.5	3.3	3.8	4.3	4.5	4.3
中国	8.1	3.0	3.3	4.5	4.8	5.3	5.0
インド	8.3	6.9	7.1	5.9	5.8	6.5	6.6
韓国	4.1	2.4	2.6	1.4	1.8	2.5	2.4
オーストラリア	4.9	4.0	4.0	1.9	2.0	1.7	1.9
ブラジル	4.6	2.9	2.7	1.2	0.8	2.2	1.9
ロシア	4.7	-3.3	-4.0	-1.3	-3.2	1.8	1.5
先進国	5.3	2.5	2.5	0.7	0.6	1.5	1.6
新興国	7.3	3.5	3.1	3.4	4.0	4.4	4.4
世界	6.1	2.9	2.9	1.8	1.8	2.8	2.6

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

<sup>1</sup> 詳細は、ヤン・ハチウス他「Macro Outlook 2023: This Cycle Is different」Global Economics Analyst (2022年11月16日)を参照。

## 2023年度の日本経済見通し

### 1. 見通しの概要

**財輸出が重石となるが、経済再開効果や堅調な設備投資で潜在成長率を上回る**  
図表2に日本経済予測を示した。実質GDP成長率は、2022年度の1.7%から2023年度には1.2%へと大きく減速するものの、潜在成長率は上回ると予想している。

主要項目別に見ると、経済再開効果の恩恵を直接的に受ける消費とともに、パンデミック中に蓄積されたペントアップ需要に、人手不足感の高まりやサプライチェーン再構築ニーズ等が重なり、設備投資も堅調な寄与を示すと予想している(図表3)。外需は、財とサービスで明暗が分かれそうだ。パンデミック期間中を通じた財に対する特需の剥落に、米国経済の減速、欧州経済のリセッション、中国でのゼロ・コロナ政策の継続(2023年Q2から緩やかな緩和を予想)等が加わり、年前半を中心に財輸出の低迷を予想する一方で、インバウンドの回復継続で、年間を通じてサービス輸出は大きな増加を予想する。

物価面では、コアCPIインフレ率(生鮮食品を除く)は、10月末に岸田政権が決定した経済対策に含まれる政府の新たなエネルギー補助金等もあり、2022年末に3.5%程度でピークを打った後は減速を予想する。もっとも、累積的な円安効果の顕現化はむしろこれから本番であり、年間を通じて2%台の推移となるだろう。また政府のエネルギー補助金はインフレ率のボラティリティを高める見込みだ。

当社為替チームは、最近ドル円レート予測を円安方向に改定した結果、新予測は3ヵ月先と6ヵ月先に155円、12ヵ月先は140円となっている(従来は、それぞれ150円、135円、125円)<sup>2</sup>。一方、当社コモディティ・チームは、ブレント原油価格を3ヵ月、6ヵ月、12ヵ月先で115ドル/バレル、105ドル/バレル、110ドル/バレルと、強気の予測を維持している。

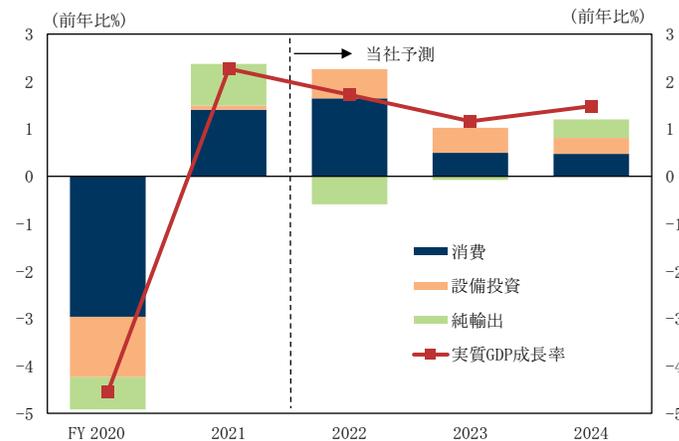
図表 2: 2023年度は減速するものの、依然として潜在成長率を上回る  
日本経済予測

	年度				暦年			
	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
実質GDP (前年比)	2.3	1.7	1.2	1.5	1.6	1.5	1.3	1.4
消費支出	2.6	3.0	0.9	0.9	1.3	3.0	1.3	0.8
設備投資	0.6	3.9	3.4	2.1	-0.9	2.0	4.2	2.2
住宅投資	-1.7	-4.0	1.3	2.1	-2.0	-4.3	0.5	1.9
民間在庫 (寄与度)	0.1	0.2	-0.1	0.0	-0.2	0.4	-0.1	-0.1
輸出	12.4	4.8	4.4	6.9	11.8	4.6	4.2	6.6
輸入	7.1	7.8	4.7	4.8	5.1	7.9	5.4	4.7
政府消費	2.0	1.4	0.6	0.7	2.1	1.6	0.7	0.7
公的固定資本形成	-7.5	-2.2	2.2	1.8	-2.7	-6.7	2.5	1.9
名目GDP (前年比)	1.3	1.9	3.0	3.4	0.8	1.3	2.6	3.7
鉱工業生産 (前年比)	5.7	2.2	1.8	4.9	5.6	1.2	2.0	4.4
コアCPI (前年比)	0.1	2.7	2.4	1.1	-0.2	2.2	2.5	1.4
新コアCPI (前年比)	-0.8	1.9	2.1	0.9	-0.5	1.0	2.4	1.1
失業率 (%)	2.8	2.6	2.5	2.4	2.8	2.6	2.5	2.4
経常収支 (兆円)	20.3	5.5	3.3	7.6	21.6	8.8	1.6	7.8
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	-0.10
10年金利目標	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ドル円レート (期末値)	121.4	155.0	140.0	140.0	115.1	145.0	140.0	140.0
ユーロ円レート (期末値)	134.7	145.7	147.0	147.0	130.0	143.6	147.0	147.0

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

<sup>2</sup> 詳細は、カレン・フィッシュマン「ドル円の先行き」Global Markets Daily (2022年11月9日)を参照。

図表 3: 消費と設備投資が2023年度の日本経済をけん引  
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

### 市場の関心は賃金と日銀に集まる

日銀黒田総裁が、物価目標2%の安定的な達成には3%超のマクロ賃金伸び率が必要と繰り返し述べてきたことから、2023年度春闘とマクロ賃金に対する注目が市場で高まっている。当社では、2022年度の高いインフレ率を主因に、2023年度の所定内給与は2022年度から一段と加速を予想するものの、企業収益や経済活動の減速等からボーナスやその他の給与の伸びの減速を予想している。その結果、マクロ賃金の伸びは2%弱と2022年度から概ね横這いでの推移となる見込みだ。足元のインフレ圧力の強さや経済再開に伴う人手不足等に鑑みるに、リスクはアップサイドに強いと思われる。しかし、それでも日本企業の長期的な成長見通しが大きく改善しマインド・セットが大きく変わらない限り、3%のマクロ賃金上昇からは大きな距離があると考えている。

政策面では、日銀・黒田総裁の2期目の任期も4月に満了し、新体制がスタートする。ただし上述の通り、賃金伸び率が日銀が掲げる水準を大きく下回ると当社では予想していることから、新体制下でも2023年中に明確な利上げに転じる可能性は低いと考えている。岸田政権も、グローバル経済の失速を懸念しており、これが払拭されるまでは、日銀には超低金利環境の持続を求め続けるだろう。またもしこの懸念が払拭された後でも、岸田政権に金融政策正常化に向けたインセンティブが十分に芽生えないようであれば、2024年中も利上げは難しいのではないかと。しかしながら、2023年中でも、依然として緩和バイアスを有するフォワード・ガイダンスの修正や、10年金利のバンド拡大といった微調整を実施する可能性は相応にあると予想する。

## 2. 見通しの詳細

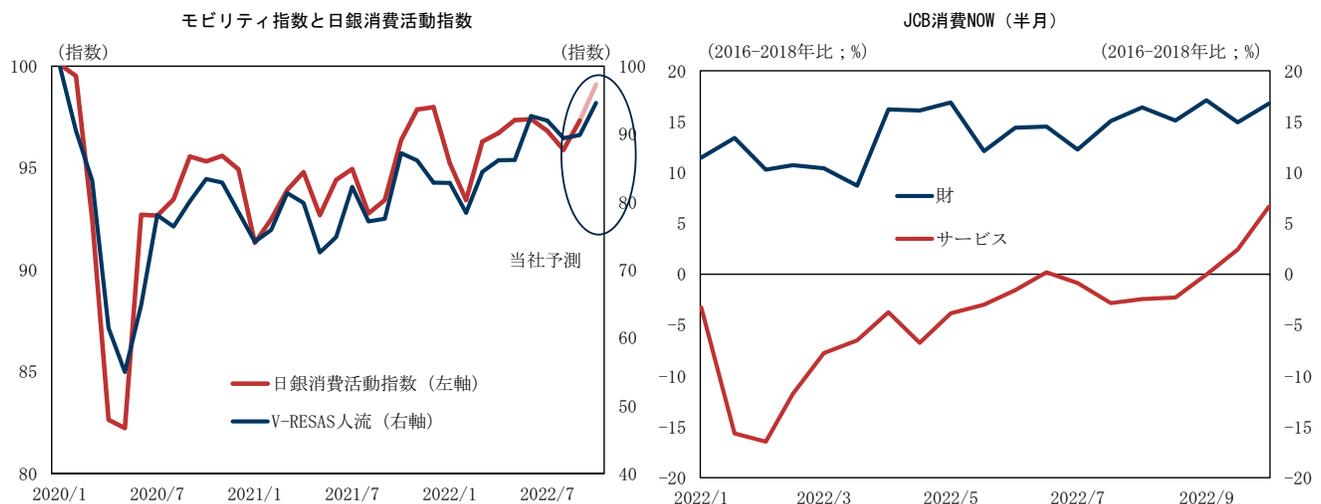
### 消費：当面は経済再開効果で活性化も、徐々にインフレが重石に

消費はコロナ禍が始まって以来、人々のモビリティや政府による経済活動規制と高い相関を維持してきた(図表4左)。感染者数は依然として増加・減少の波を繰り返しているが、コロナ感染自体がメディア等で取り上げられる頻度が低下し、保守的な日本人の間でも過度な警戒感は徐々に薄れてきたように見受けられる。政府サイドも、コロナ対応規制を徐々に緩和してきたほか、10月からは水際対策の撤廃(後述)のみならず、観光需要の新たな喚起策(全国旅行支援)を開始している(12月下旬まで)。

こうした中で、遅ればせながら日本の消費にも、緩やかながら経済再開効果が徐々に現れつつある。例えば、高頻度のクレジットカード情報によると、サービス消費は9月以降明確な増加に転じ、10月にはコロナ前の平均水準を5%程度上回って推移している(図表4右)。日本でもコアCPIインフレ率(生鮮食品を除く)は3%台に入り、実質賃金はマイナス圏の推移が続き消費者センチメントが悪化するなど、家計を取り巻く環境は厳しい(図表5、6)。しかし当面は、60兆円(GDPの11%)を超える強制貯蓄に支えられて、再開効果によって消費は活性化すると予想する<sup>3</sup>(図表7)。もっとも、再開効果モメンタムは今後半年ほどでピークを打った後は徐々に減衰すると当社では予想している。

今後の最も大きなリスク・ファクターは、感染拡大時の消費者行動だ。感染拡大の度に消費者が外出自粛行動を繰り返したり、政府が再び経済活動を課すようだと、ダウンサイド・リスクが点灯する。

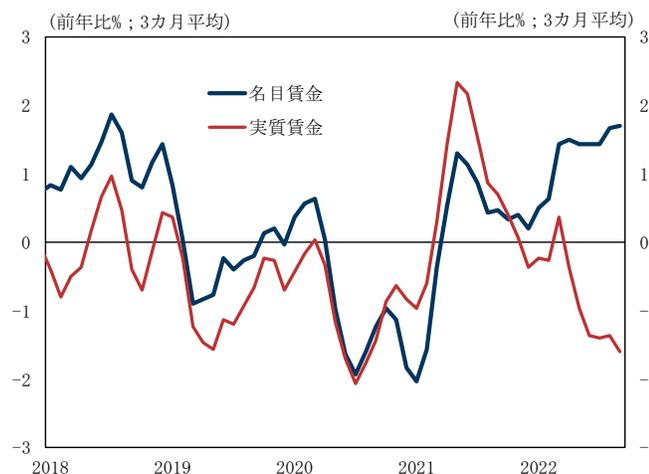
図表 4: 遅ればせながら、日本の消費にも緩やかながら経済再開効果が現れつつある



出所：日銀、内閣府、株式会社ナウキャスト、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

<sup>3</sup> 詳細は、馬場直彦「強制貯蓄からペントアップ消費へ」日本経済アナリスト(2021年9月10日)を参照。

図表 5: 実質賃金伸び率はマイナス圏で推移  
名目・実質賃金



出所: 厚生労働省

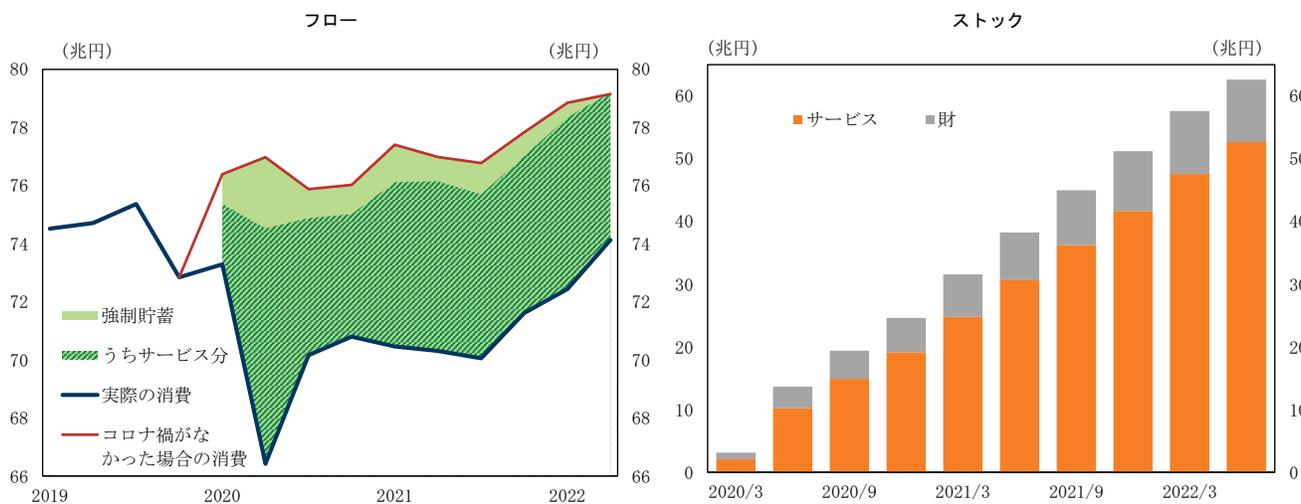
図表 6: インフレで消費者センチメントは悪化  
消費者センチメントと1年後の期待インフレ率



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作成

図表 7: 家計の強制貯蓄が経済再開効果を後押し

強制貯蓄の内訳 (コロナ禍で失われた財・サービス消費)



出所: 内閣府, 日銀, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

**生産・輸出: テーマは供給制約から外需低迷へ**

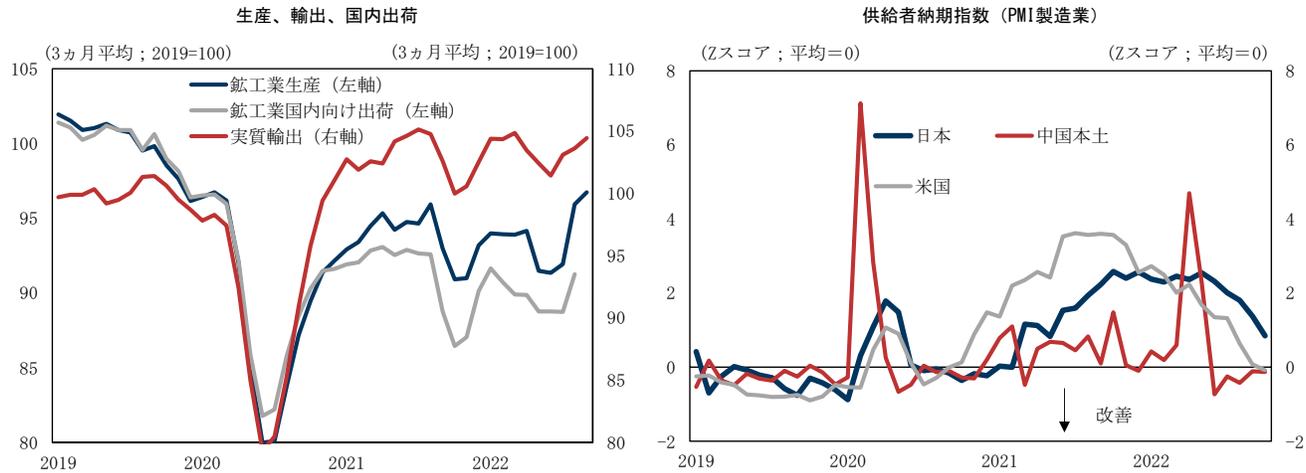
2020年中にコロナ禍からのV字回復を示した生産・輸出は、自動車を中心としたサプライチェーンの混乱を主因に、2021年以降は方向感のないボラタイルな動きを示してきた(図表8左)。この影響は、輸出面では米国向け自動車の不振として最も顕著に現れた。2022年中も、中国におけるゼロ・コロナ政策に起因する供給ボトルネックにより、5月にはやはり主として自動車で大きな減産に追い込まれた。もっとも、サプライチェーンの正常化で他の主要国の遅れをとっていた日本でも、供給者納期指数(PMI製造業)を見る限り、緩やかながら回復に向かっている(図表8右)。

そして今後の製造業活動を巡っては、供給制約に代わって外需低迷の影響がより色濃くなってくると、当社では考えている。当社では、2023年前半は欧米を中心に、成長モメンタムの鈍化を見込んでいる。製造業の短期サイクルを見ると、OECD諸国は全体として

既に「縮小局面」に入っている(図表9)。日本は依然として「減速局面」にあるが、外需の弱さが徐々に伝搬してくる形で、2023年前半には「縮小局面」に入りそうだ。

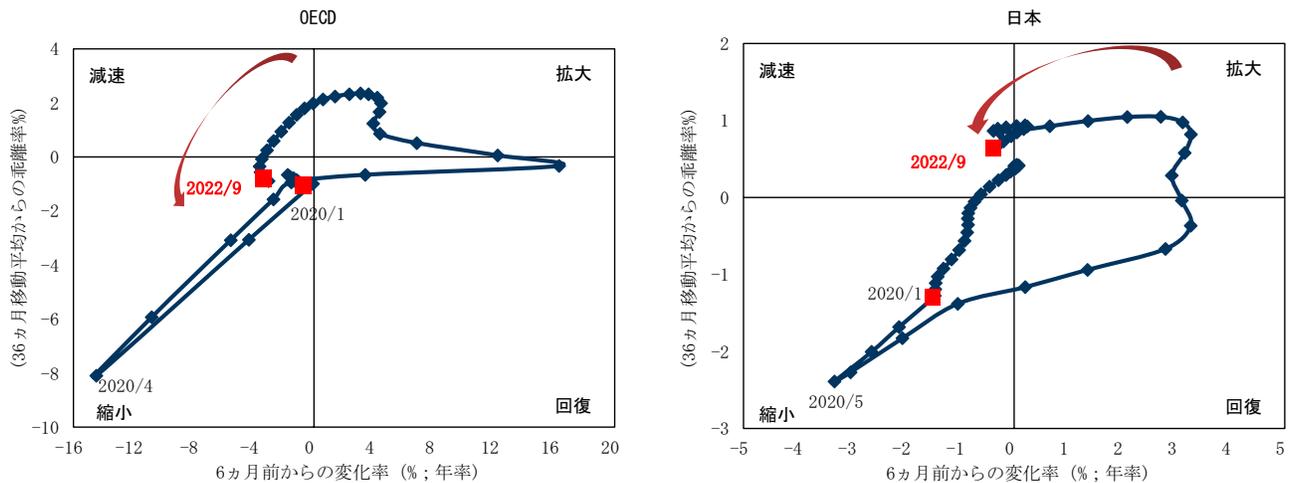
もっとも2023年後半以降は、緩やかながらも欧米では景気の回復を見込んでおり、更に中国でもゼロ・コロナ政策がQ2から徐々に緩和され、経済は不安定ながらも回復に向かうと予想している。これらは、日本の生産活動にも追い風となるだろう。また、円安化の進行も財輸出に一定程度ポジティブな効果をもたらす。もっとも、製造業企業のこれまでの長期に亘る海外生産シフトを主因に、輸出の為替弾性値は緩やかながらも低下トレンドにある。従って、日本の輸出は為替よりも外需の強い影響下にある<sup>4</sup>。

図表 8: 供給制約の解消に伴い生産は回復も、今後は外需減速の影響を強く受ける



出所：経済産業省、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 9: 既に「縮小局面」入りしたOECD諸国の後を日本は追っている  
OECD先行指数による製造業サイクル



出所：OECD、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

<sup>4</sup> 詳細は、馬場直彦・田中百合子「為替と製造業活動に関する総括Q&A」日本経済アナリスト（2022年7月11日）を参照。

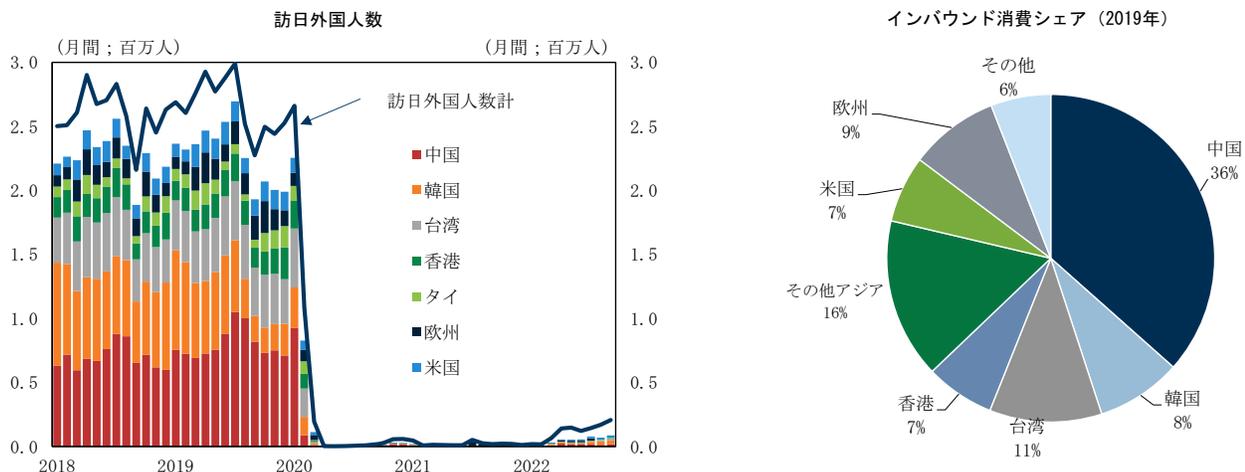
## インバウンド：完全復活までは遠いが、着実な回復を見込む

インバウンド消費額は2019年に約5兆円に達したが、コロナ禍で大きく落ち込み、2022年夏まで歴史的な低水準が続いた(図表10左)。こうした中、岸田政権は10月から1日当たりの入国者数制限を事実上撤廃した。これを受けて、9月に日本を訪れた外国人旅行者は、コロナ禍直前の2020年2月以来ではじめて20万人を上回った。

外国人旅行者が完全に戻った場合には、円安効果もあり、インバウンド消費は、コロナ禍前の5兆円を上回る年間6.6兆円にまで増加するポテンシャルがあると、当社では試算している(図表11左)<sup>5</sup>。日本からのアウトバウンド消費(2.3兆円)を差し引いたネットベースでは4.3兆円となる(2022年の名目GDPの0.8%)。

もっとも、これが実現するのは2024年になりそうだ。その主因は、やはり中国のゼロ・コロナ政策だ。国籍別にみると、2019年の訪日外国人数の30%、インバウンド消費額の36%を中国旅行者が占めている(図表10右)。しかし、日本で水際対策の緩和が遅れたことや、中国ではゼロ・コロナ政策の下で出国・再入国が厳しく制限されてることから、2022年入り後の訪日外国人に占める中国人のシェアは13%未満に過ぎない。当社中国経済調査チームは、2023年Q2から関連規制が緩和され始めるが、当初は国内旅行に限定されると予想している。Q3からは海外旅行の緩和措置がとられるが、本格回復は2024年まで待つ必要がある。これを主因に、当社では2023年末時点でのインバウンド消費額を2.8兆円(ネット・ベースでは1.2兆円)と、2019年の6割程度と見ている(図表11右)。もっとも、出発点がほぼゼロであることから、グローバル経済の減速で財輸出が抑制される日本経済にとっては、無視できない経済メリットとなる。

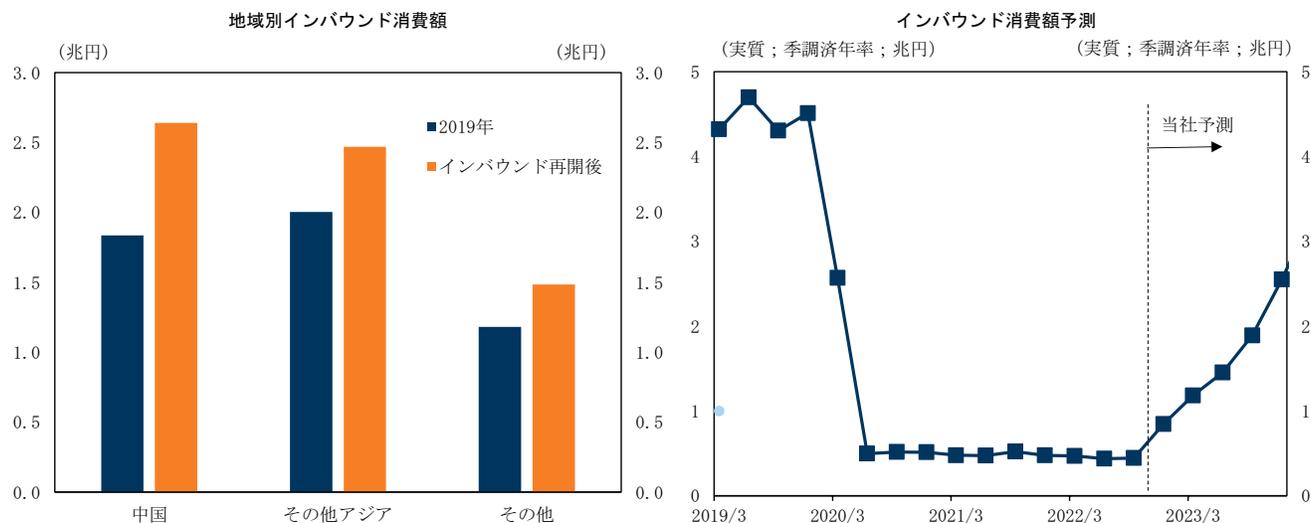
図表 10: コロナ禍で、訪日外国人数は2019年の1%まで減少



出所：日本政府観光局，日銀

<sup>5</sup> 詳細は、田中百合子・馬場直彦「リオープン後のインバウンド消費：対外収支上のインプリケーション」日本経済フラッシュ (2022年9月22日) を参照。

図表 11: インバウンド消費はコロナ前を上回るポテンシャルがあるが、本格回復は2024年まで待つ必要がある



出所：日銀，内閣府，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

**設備投資：ペントアップ需要や経済再開に伴う人手不足で、堅調な推移を予想**  
設備投資に目を転じると、外需減速という悪材料はあるものの、パンデミック期間中に積み上がったペントアップ需要に、経済再開の本格化に伴う人手不足対応の設備投資需要が勝り、堅調な推移を予想している。

実際、設備投資計画を見ると、2022年度はこれまでのところデータが入手可能な1983年以来、最も強い計画となっている(図表12左)。無論これは計画に過ぎず、今後外需の減速とともに製造業を中心に計画は徐々に下方修正され、2023年度計画はより慎重なものとなるだろう。

しかし当社がより注目しているのは人手不足だ。日銀・需給ギャップの2つの構成要素を見ると、資本投入ギャップは依然として供給超過の状態にあるが、労働投入ギャップは既に需要超過圏に入っている(図表13左)。通常、景気回復期には、資本投入ギャップがいち早く需要超過領域に入る傾向が強いが、今回は労働投入ギャップが先んじている。元来、人口動態の悪化という構造的な要因がある上に、日本でも遅れて経済再開が本格化しているため、今後も労働投入ギャップの需要超過幅は一層の拡大が予想される。

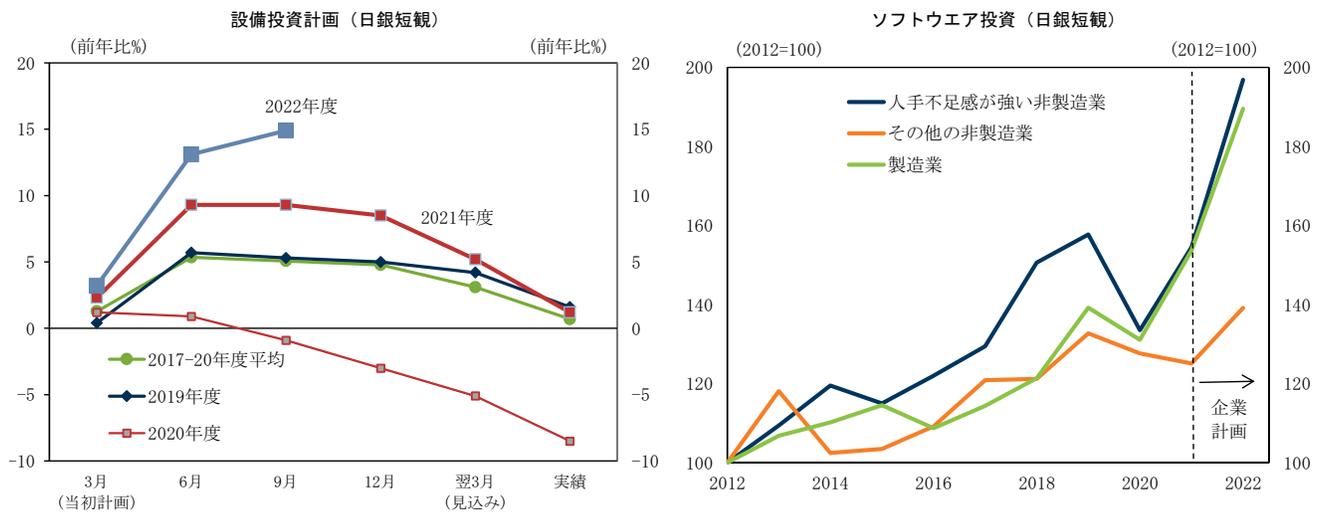
更に、設備投資(前年比)をこれら2つの投入ギャップで分析すると、将来の設備投資変動に対する説明力では、労働投入ギャップが資本投入ギャップを上回っていることがわかる(図表13右)。当社では、この背景には、企業が人手不足に対応すべく、工場やオフィスの効率性改善や、IT機器、ソフトウェア等に対する需要を高めていることがあると考えている<sup>6</sup>。

実際、ソフトウェア投資を見ると、2020年度こそコロナ禍で、人的接触度の高い(平常時では人手不足感の強い)飲食サービスや宿泊等の非製造業で大きく落ち込んだ。しかし、2021年度以降の計画では再び際立った強さを取り戻している(図表12右)。同様に製造業でも、スマート・ファクトリー化に向けた取り組みが進展している。これは、生産工程上での生産性改善に止まらず、部品調達、製造、運輸、在庫、販売、保守等を網羅

<sup>6</sup> また、日銀の資本投入ギャップは、ソフトウェアを含む無形固定資産の稼働率が常に一定の強い仮定の下で算出されていることも一因と思われる。

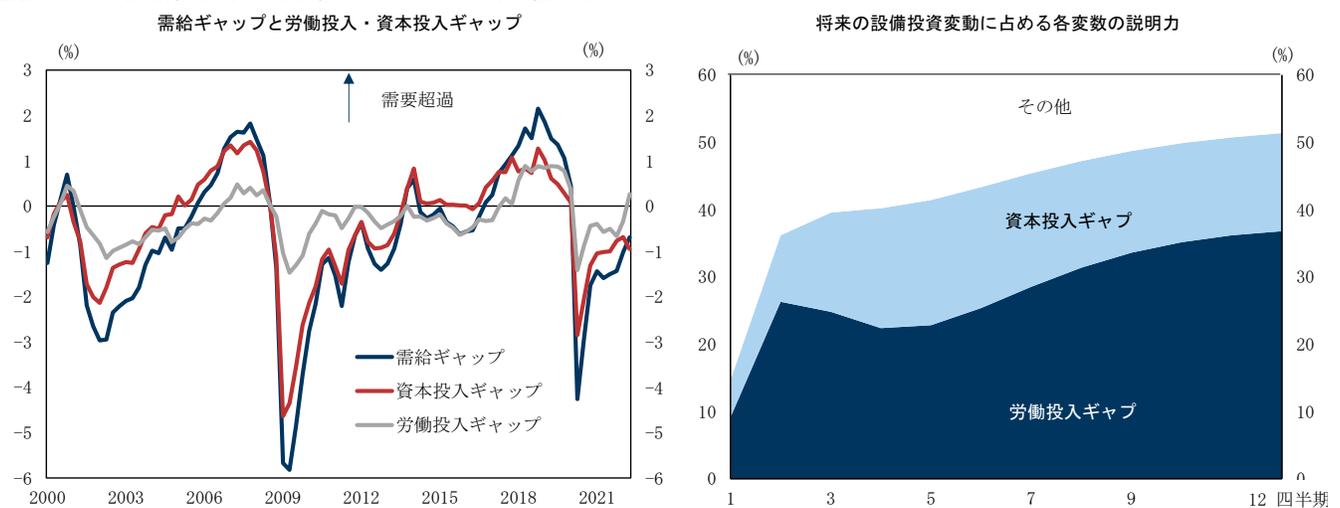
する、サプライチェーン全体の変革を目的としたDX化に相当する。コロナ禍でサプライチェーンの混乱を経て、多くの製造業企業では在庫システムの一新を迫られている点も、この傾向を助長すると思われる。

図表 12: ソフトウェアをはじめとして、企業は旺盛な設備投資需要を有する



出所：日銀、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

図表 13: 設備投資は、労働投入ギャップに特に強く反応する



出所：日銀、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

**物価：コア・インフレ率は年末にピークアウト後減速**

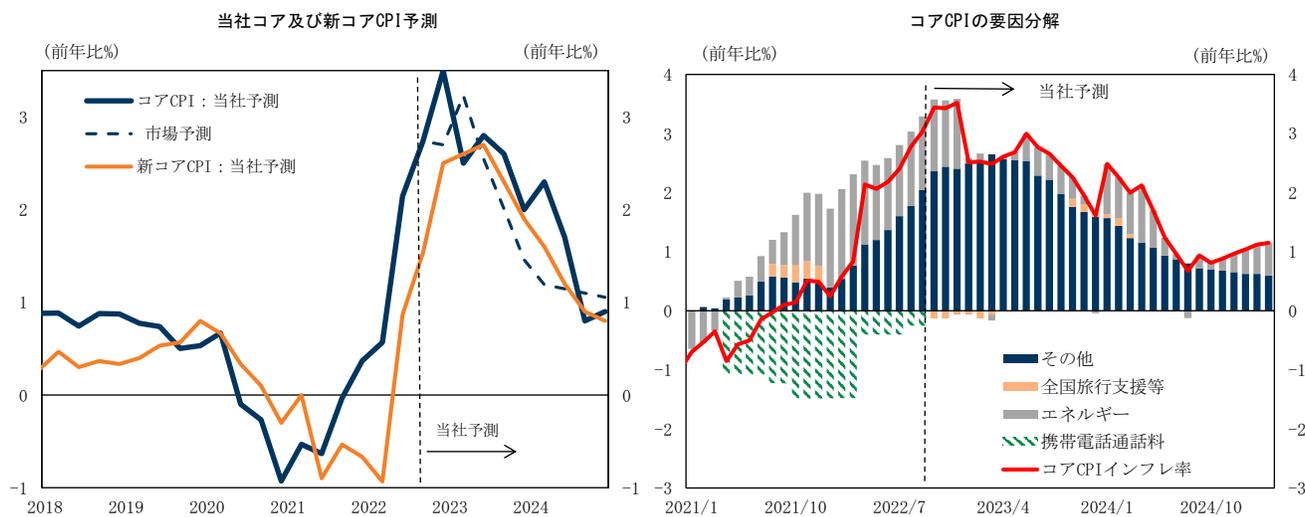
他の先進国に遅れて日本にも、インフレの波が押し寄せてきている。コアCPIインフレ率(生鮮食品を除く)は、食品及びエネルギー価格の上昇を主因に上昇し、2022年10月時点で3%を超えた。今後については、コア・インフレ率は政府の補助金(後述)もあり、年末にピークアウトした後、減速を予想している(図表14)。ただし、円安効果や価格転嫁の動きを主因に2023年を通じて2%台での推移が続くそう。2022年春以降、急速に進んだ円安効果は依然として出尽くしていないばかりか、当社為替チームは、6ヵ月先のドル円レートが155円/ドルと、更なる円安を予想している。このほかにも、企業は食品を中心に価格転嫁を進めてきているとは言っても、転嫁幅はこれまでのコスト増加幅と比べると依然として小さいため、今後も転嫁余地を探る展開が続くだろう。もっとも、長期に亘る賃金の低迷下で家計の価格センシティブティは高まっており、価格転嫁は結

局不十分のままで終わりそうだ<sup>7</sup>。

政府によるエネルギー(電気、ガス、ガソリン)補助金もコアCPIに対し無視できない影響を与えるが、その影響はインフレ率水準というよりはボラティリティとして現れるだろう(図表15)。最も重要なのが、2023年春にも予想される電力会社による電気料金引き上げへの対処策として実施される、電気料金に対する補助金だ。ネットの効果は限定的だが(小幅なマイナス寄与)、両者のタイミングのズレが大きなボラティリティを作り出す可能性が高い。このほか、10月に開始された全国旅行支援も、宿泊施設等に対する実質的な割引措置であることから、小幅ながらマイナス寄与となる。

日銀同様、当社では、こうしたコストプッシュ要因主導の高いインフレ率は持続的ではないと考えている。今後、2%程度でインフレ率が安定するには、賃金の大幅な底上げとともに(後述)、インフレ期待の比較的高い水準での安定が不可欠だ。家計のインフレ期待は既に大きく上昇している(図表16)。しかし、実際のインフレ率とほぼ同様の動きを示すことから、今後当社予想どおりにインフレ率が減速を始めると、インフレ期待も減速するだろう。従って、現時点では、少なくとも2023年中にこれらの2つの条件が満たされる可能性は相当に低いと、当社では見ている。

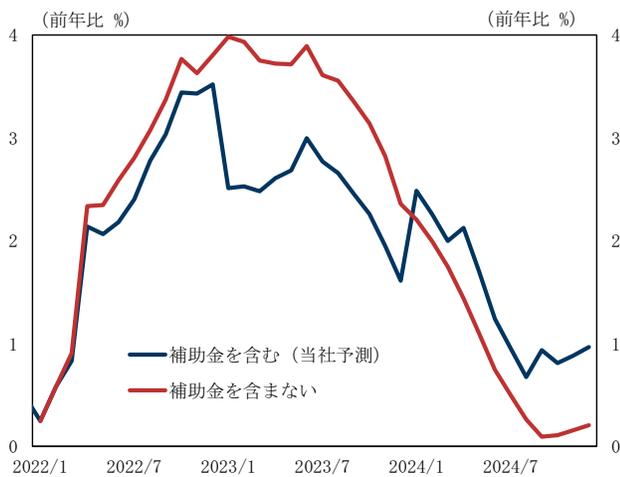
図表 14: コアCPIは2022年末にピークアウト後減速へ



出所: 総務省, JCER, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

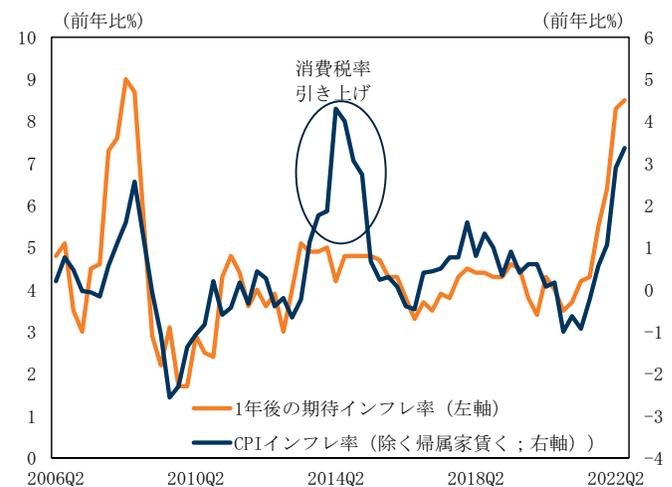
<sup>7</sup> 詳細は、馬場直彦「適切な価格転嫁と賃上げに必要なのは、金融緩和ではなく成長戦略」日本経済アナリスト(2022年10月14日)を参照。

図表 15: 政府の各種補助金がボラティリティを増幅  
コアCPIインフレ率に対する補助金の効果



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 16: インフレ期待がアンカーされるか否かが鍵  
期待インフレ率と実際のCPIインフレ率



出所：日銀，総務省

### 賃金：市場は2023年度春闘に注目

日銀が賃金を政策変更の重要な鍵として掲げていることで、来年の春闘に対する注目が市場で高まっている<sup>8</sup>。上述の通り日本でも、コアCPIインフレ率は、既に日銀目標の2%を大きく上回る3%台に達しているが、日銀黒田総裁は、目標の達成には3%超の賃金伸び率が必要と繰り返し述べている。ただし、市場が注目している春闘賃上げ率は、マクロ賃金と直接比較できないために、市場の議論には混乱も見られる。そこで以下では、両者の関係を明らかにしつつ、2023年度のマクロ賃金伸び率を展望する。

春闘賃上げ率は、定期昇給率とベースアップ率の和として定義され、2022年度春闘では賃上げ率が2.2%だった(定期昇給率1.57%、ベースアップ率0.63%; 図表17左)。このうち定期昇給率はマクロ賃金と全く意味のある関係を見出すことはできない。これは、加齢に伴い上昇する賃金部分であり、個々の労働者にとっては賃金上昇に違いないものの、経済全体では労働者の年齢構成は毎年極めて緩やかにしか変化しないからだ。

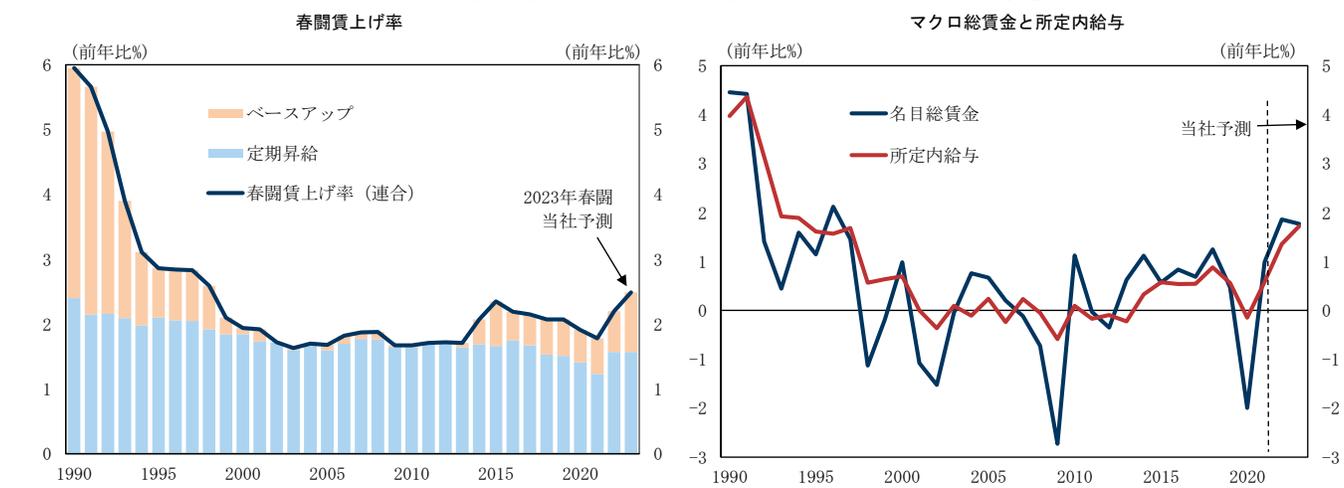
対照的に、ベースアップ率は、労働者全体の標準的な賃金上昇を意味するため、マクロの所定内給与と密接な関係がある。そしてベースアップ率は、前年度のベースアップ実績、CPIインフレ率、企業売上高と高い相関を有する。これらの値を基に2023年度のベースアップ率を推計すると0.9%となり、2022年度の0.6%から上昇する。インフレ率の上昇や2022年度のベースアップ実績が大きく寄与する。定期昇給率が2022年度と同じ1.57%であれば、2023年度春闘賃上げ率は2.5%と1998年以来の高水準となる。

次に、このベースアップ率推計値を基に所定内給与を推計すると、2023年度の所定内給与伸び率は1.7%と、2022年度見込みの1.4%から一段と加速する。一方で、企業収益や経済活動の減速等から、2023年度の所定外・特別給与の合計伸び率は前年比1.9%と、2022年度見込みの3.2%から減速を予想する。以上を合わせると、2023年度の総賃金伸び率は1.8%と、2022年度見込みの1.9%から概ね横ばいという結果となる(図表17右)。2%インフレ目標の安定的な達成に必要と黒田総裁が主張する総賃金3%からは大きな距

<sup>8</sup> 詳細は、馬場直彦・田中百合子「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？」日本経済アナリスト(2022年11月9日)を参照。

離がある。

図表 17: 2023年春闘ではベースアップが上昇するものの、マクロ賃金伸び率は概ね横ばいと予想



出所: 連合, 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

それでは逆に、3%のマクロ賃金伸び率を達成するためには、春闘賃上げ率はどこまで上昇する必要があるのだろうか？当社では、この問いに以下の手順で接近した。

1. 企業収益と実質GDP成長率から推計した所定外・特別給与の伸び率を所与として、総賃金と所定内給与各々の伸び率の関係をマッピングした結果を図表18(左)に示した。ここから、総賃金伸び率3%を実現するために必要な所定給与の伸び率は、約4%であることがわかる。
2. 過去の春闘ベースアップと所定内給与の関係から、所定内給与伸び率4%を達成するために必要なベースアップを推計すると3.2%となる(図表18右)。この水準が最後に達成されたのは1991年だ。更に、これに定期昇給を加えると、総賃金3%を達成するために必要な春闘賃上げ率が求められる。もし定期昇給が2022年度(1.57%)と同じであれば、必要な春闘賃上げ率は4.8%となる(1992年以来の高水準)。

いずれにせよ、30年近く前の高い春闘実績が必要となる。もっとも、足元のインフレ圧力の強さや経済再開に伴う人手不足等に鑑みるに、リスクはアップサイドに強いと思われる。ただし以下の点から、現時点ではアップサイド余地は限定的と見ている。

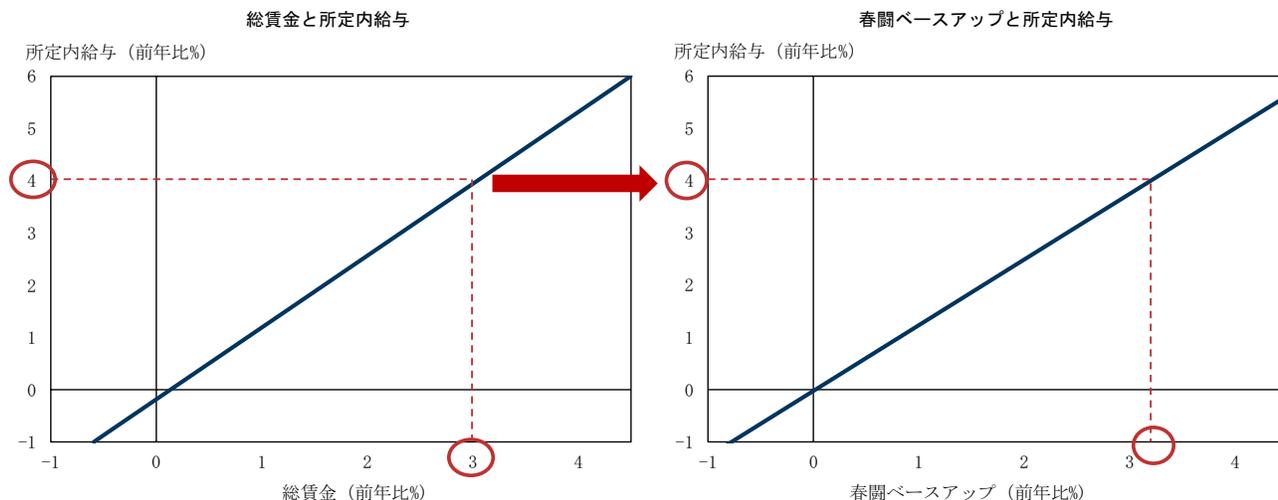
第1に、所定内給与は特に日本では固定費的な意味合いが強く、一度引き上げたら、1990年代終盤の金融危機のような強く持続的なショックに直面しない限り引き下げることは難しい。そのため、企業の長期的な成長期待が低迷し続ける限り、企業は所定内給与を大きく引き上げることに躊躇する傾向がある<sup>9</sup>(図表19)。

第2に、人手不足を充足すべく非正規労働者数が大きく増加する場合には、絶対的な賃金水準が正規労働者対比で大きく下回るため、マクロ的には賃金伸び率が抑制されてしまう可能性がある。

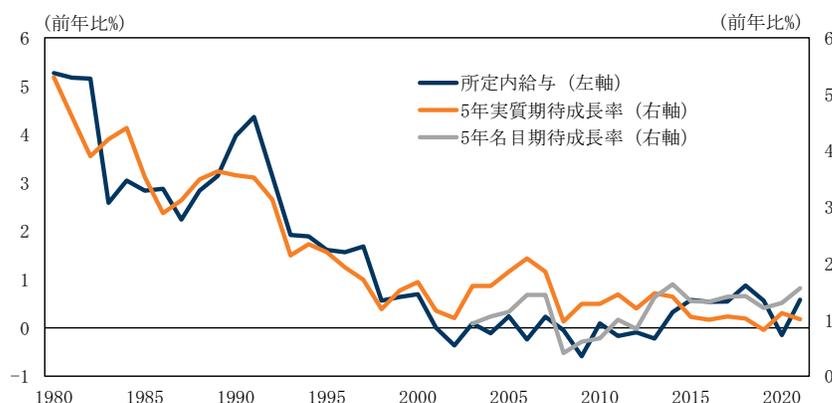
第3に、原材料コスト増が経営上の大きな重石となる中、特に販売価格への転嫁が困難な中小企業にとっては大幅な賃上げを実現するのは厳しい環境だ。

<sup>9</sup> 詳細は、馬場直彦「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」日本経済アナリスト(2022年10月14日)を参照。

図表 18: 総賃金3%を達成するためには、1990年代初以来の高い春闘賃上げ率が必要



出所：連合，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

図表 19: 将来に自信が持てない日本企業は、所定内給与を大きく引き上げることに躊躇  
5年期待成長率と所定内給与

出所：内閣府，厚生労働省

### 経済政策：グローバル経済減速懸念で、岸田政権は現状のポリシー・ミックスを維持

昨年央以降、岸田政権のポリシー・ミックスに関する基本スタンスは、物価高騰や円安には各種補助金を中心とする財政政策や為替介入で対応する一方、金融政策は超低金利環境を維持することで積極的な財政支出をサポートし、依然としてコロナからの回復途上の経済を下支えするというものだ<sup>10</sup>。実際、岸田政権は、9月以来為替介入に踏み切り、更に10月末に再び大規模な経済対策(後述)を閣議決定する一方で、日銀は金融緩和姿勢を堅持している。

岸田政権はグローバル経済の減速が、漸くコロナ禍から回復しつつある日本経済にもたらし得るネガティブな影響を懸念している。この懸念が解消されるまでは、岸田政権は財政政策を駆使し続けるとともに、日銀には超低金利環境の持続を求め続けることになりそうだ。

<sup>10</sup> 詳細は、馬場直彦「財政パッケージとYCC継続でコロバ演出も、政府・日銀には微妙な変化」Japan VIews (2022年10月28日)を参照。

また、岸田政権にとっては、これ程までの円安の進行は想定外だったと思われる。もっとも政府・日銀ともに、為替対応で利上げに踏み切る場合には大幅な利上げが必要と考えており、その場合の経済への悪影響(特に、中小企業や住宅ローンを抱える家計への影響)に懸念を表明している。従って為替については、介入で時間稼ぎをしつつ、米国金融政策の転換を待つというこれまでのスタンスが踏襲されるだろう。

### 再び経済対策を策定も、経済効果は限定的と予想

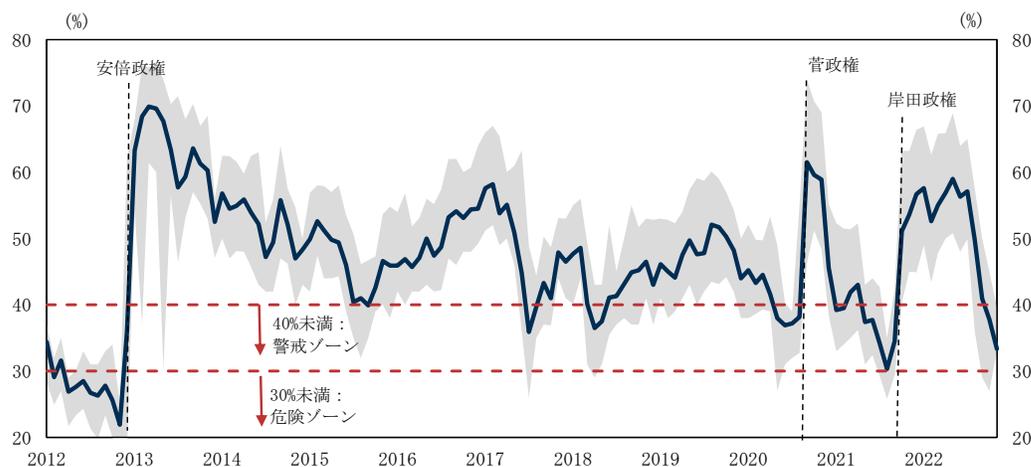
10月に決定された経済対策を見る。規模としては、国費が36兆円と、コロナ対応の経済対策と同様の額に膨らんでおり、更にそれを裏付ける2022年度第2次補正予算案は29兆円(GDPの5.4%)となっている。支持率が急落する中で、とにかくヘッドライン規模を拡大させようという意図が、岸田政権サイドで働いた可能性が高いと、当社では考えている(図表20)。

最大のポイントはエネルギー補助金であり、中核を成す電気代補助金は2023年1月から実施が予定されている。このほか、妊娠した女性を支援する新制度を設け、出産準備金として計10万円相当を支給する。加えて、賃上げ実現を企図してリスキリング支援も広げる方針だ。岸田首相はこの支援に5年間で1兆円を投じると述べている。

依然として詳細は不明であるため暫定的な判断となるが、当社では、経済効果は、岸田首相が主張するGDPの4.6%を大幅に下回る1%程度(2-3年間のトータル)と見ている。その主な理由は以下のとおりだ。

1. 2020-21年度にかけて予算の使い残しが2割近くに及んでいる。今回も執行できない部分が多く出てくると予想される。
2. 2023年度予算に予定されていた多くの項目が前倒しで計上されている。
3. 予備費が5兆円近く計上されている。
4. 補助金分の大半は貯蓄に回る可能性が高い。
5. 支出されるか明らかでない基金への拠出分が多く含まれる。

図表 20: 岸田内閣の支持率は30%に接近



出所: リアルポリティクス・ジャパン, 朝日新聞, その他報道, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

## 日銀は新体制へ/しかし正常化への道は簡単ではない

次に日銀に移ろう。日銀・黒田総裁(2期目)の任期も4月に満了し(両副総裁は3月)、4月に新体制がスタートする<sup>11</sup>。次期総裁の有力候補は、ともに日銀出身の雨宮正佳現副総裁と中曽宏前副総裁だ(9月25日日経)。雨宮氏は長く黒田総裁の右腕として金融政策立案に深く携わってきている。一方、中曽氏も黒田総裁の1期目で政策立案を補佐したほか、市場機能や金融システムに造詣が深い国際派として知られている。

雨宮氏は現職の副総裁であるため、政策運営に関する独自の発言は少ない。ただし出口戦略に関して、2%目標の実現が視野に入ったときの金融政策手段の運用方法やコミュニケーション手法を常に検討していると述べている(2022年7月29日の記者会見)。

一方、中曽氏は、デフレ脱却の取り組みで日銀が相応以上の役割を担っており、アベノミクスの経済政策運営は、日銀に依存し過ぎていたとの認識を示している(9月28日ブルームバーグ)。これと関連して、欧米中銀が利上げに邁進する中、日銀も異次元の金融政策を進める中で蓄積されたリスクに目を向ける必要があるとも語っている(9月28日朝日新聞)。加えて、日銀は国債残高のほぼ半分を保有しており、その影響で失われている市場機能を回復させる必要があるとも述べている。

次期総裁にとっての最大のテーマは、10年間続いた大規模緩和からの正常化であることはほぼ間違いなく、市場でもタカ派シフトが強く意識されるだろう。しかし、2%インフレ目標が維持されることが濃厚な中で、前述のとおり岸田政権がグローバル経済に強い懸念を持っている以上は、2023年中に明確な利上げに転じる可能性は5割を大きく下回ると、当社では見ている。またこの懸念が払拭された後でも、以下に示すとおり利上げのためには幾つかの条件が同時に成立する必要があると思われるため、岸田政権サイドに金融政策正常化に向けたインセンティブが十分に芽生えない限り、2024年中も利上げは難しいのではないかと見ている。ここで明確な利上げとは、(1)長期金利目標年限の10年から5年等への短期化や、(2)イールドカーブ・コントロール(YCC)の枠組みを所与とした10年金利目標引き上げ、(3)マイナス金利の解除を意図している。以下では、この実施に必要な条件を整理する。

### 1. 2%インフレ目標を安定的に達成するためには、賃金伸び率が3%近くまで高まる必要がある

上述の通り黒田総裁は、利上げには3%を超える賃金伸び率が必要としている。新総裁は、3%という数字には厳密にこだわらないと予想されるが、これだけこの条件が広く浸透してしまっている以上、明確な利上げに向けて大きなハードルとなるだろう。

### 2. 国内外経済の安定が前提となる

実際に明確な因果関係はなかったとしても、利上げ直後に景気後退に陥ってしまう場合には、金融政策の失敗と捉えられる可能性がある。日銀は、2000年8月にゼロ政策金利を一旦解除した直後に、ITバブルの崩壊に伴い内外景気が急速に悪化し、2001年3月に量的緩和政策の採用を余儀なくされた苦い経験がある。

### 3. グローバル金利市場の安定も、重要な判断基準となる

例えば、YCCの長期金利目標年限を10年から短期化するにしても、グローバルな金利上昇局面が続いている限り、長期金利のオーバーシュートを招く可能性がある。また、

<sup>11</sup> 詳細は、馬場直彦「新体制下での日銀Q&A」Japan Views (2022年10月13日)を参照。

YCCの枠組みを維持したまま、バンド付きで10年金利目標を引き上げるにしても、金利が直ちに新たな上限に張り付き、催促相場を誘発してしまうリスクがある。この点に関しては、マイナス金利解除の方がリスクが小さい(後述)。

#### 4. 岸田政権のお墨付きを得る必要がある

##### しかし微調整の可能性は相応にある/ワイルドカードはマイナス金利政策をサステナビリティ強化の名目で解除

従って、2023年中に日銀が実施に移すとしたら、緩和システムに対する微調整ではないかと、当社では考えている。オプションとしては、**フォワード・ガイダンスの修正か、10年金利のバンド拡大**が有力だ。フォワード・ガイダンスは、コロナ感染と紐づけられており、中小企業に対するファンディング支援プログラムも3月末で終了するため、ハードルは最も低い。当社では、2023年中に「政策金利を現状もしくはより低位に保つ」とする部分に変更されると予想する(標準シナリオ)。

一方、10年金利バンド拡大については、現時点では暫定的に50%より幾分確率は低め(リスク・シナリオ)とするが、新総裁によって方針が大きく変わる可能性がある。また、バンド拡大を実施する場合には、金融引き締めではなく、金融緩和をよりサステナブルにするための手段として位置付けられるだろう。潜在的なロジックとして想定されるのは、以下の3点だ。

##### 1. 超低金利の長期継続に伴う金融システムに対する副作用の緩和

日銀は無制限指値オペ等を駆使して10年金利の上限である25bpを防衛してきたが、これにより日本の10年国債利回りは当社のフェアバリュー推計値を大きく下回っている(図表21、22)。国内金利低迷により、地銀等は外債投資や各種ファンド投資に活路を見出そうとしているが、海外金利上昇局面での評価損拡大等の面で、既に度々問題を露呈している。

##### 2. 市場機能の改善

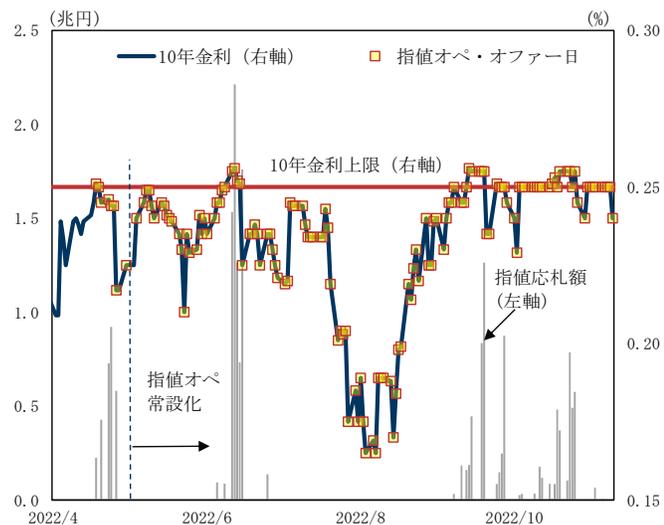
日銀が断固としてYCCの枠組みを維持しようと努力する中で、日銀サーベイによると、国債市場の機能は悪化してきた。日銀は既にこれを理由にバンドの拡大を実施してきた。黒田総裁は、バンド拡大は事実上の利上げと述べているが、総裁候補の一人である中曾氏は、前述のとおり逆に国債市場機能を回復させるべきと主張しているなど、裁量の余地が比較的大きそうに見受けられる。

##### 3. 10年金利を事実上固定することに伴う為替変動増幅効果の軽減

2022年以降、米国をはじめとする先進各国が、インフレ抑制を企図して急ピッチの利上げサイクルに入る一方、日銀が指値オペ等を駆使して10年金利の上限を断固として防衛し続けているため、米日10年金利格差が拡大しドル円レートは大きく円安化した。そして、9月には24年振りのドル売り円買い介入をせざるを得ない状況にまで陥っている。

これ以外のワイルド・カードとして、**マイナス金利政策をサステナビリティ強化の名目で解除**することも、可能性として排除できない。短期政策金利は金融政策の本丸であり、かつ日銀は、景気下支えに最も効果が高いワイルドカードの年限は1年程度までの短期ゾーンと主張し続けてきたため、ハードルは高い。ただし、グローバルに長期金利が安定しない中でも相対的に実施しやすいメリットがある。新体制が、初年度から何らかの行動を示したいと判断する場合には、排除できないオプションだ。

図表 21: 日銀は指値オペ等を駆使してYCCを防衛



出所: 日銀, データストリーム

図表 22: 日銀は10年金利をフェアバリューを大きく下回る水準で抑え込んでいる  
10年金利とフェアバリュー(当社推計値)



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

馬場直彦・太田知宏・田中百合子

# 主要経済予測

	年度						暦年					
	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
実質GDP (前年比)	2.3	1.7	1.2	1.5	1.2	1.0	1.6	1.5	1.3	1.4	1.4	1.0
消費支出	2.6	3.0	0.9	0.9	0.8	0.6	1.3	3.0	1.3	0.8	0.9	0.6
設備投資	0.6	3.9	3.4	2.1	2.4	2.8	-0.9	2.0	4.2	2.2	2.2	2.7
住宅投資	-1.7	-4.0	1.3	2.1	1.7	0.2	-2.0	-4.3	0.5	1.9	2.0	0.6
民間在庫 (寄与度)	0.1	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.4	-0.1	-0.1	0.0	0.0
輸出	12.4	4.8	4.4	6.9	4.9	3.8	11.8	4.6	4.2	6.6	5.6	3.8
輸入	7.1	7.8	4.7	4.8	4.5	4.2	5.1	7.9	5.4	4.7	4.6	4.2
政府消費	2.0	1.4	0.6	0.7	0.7	0.7	2.1	1.6	0.7	0.7	0.7	0.7
公的固定資本形成	-7.5	-2.2	2.2	1.8	1.2	2.1	-2.7	-6.7	2.5	1.9	1.3	1.9
名目GDP (前年比)	1.3	1.9	3.0	3.4	2.9	2.3	0.8	1.3	2.6	3.7	3.0	2.4
鉱工業生産 (前年比)	5.7	2.2	1.8	4.9	3.8	5.0	5.6	1.2	2.0	4.4	3.8	4.7
コアCPI (前年比)	0.1	2.7	2.4	1.1	1.1	1.2	-0.2	2.2	2.5	1.4	1.1	1.1
新コアCPI (前年比)	-0.8	1.9	2.1	0.9	0.9	1.2	-0.5	1.0	2.4	1.1	0.8	1.1
失業率 (%)	2.8	2.6	2.5	2.4	2.2	2.2	2.8	2.6	2.5	2.4	2.2	2.2
経常収支 (兆円)	20.3	5.5	3.3	7.6	11.6	14.8	21.6	8.8	1.6	7.8	10.6	15.0
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	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年金利目標	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ドル円レート (期末値)	121.4	155.0	140.0	140.0	115.0	105.0	115.1	145.0	140.0	140.0	115.0	105.0
ユーロ円レート (期末値)	134.7	145.7	147.0	147.0	126.5	120.8	130.0	143.6	147.0	147.0	126.5	120.8

	2022				2023				2024			
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
実質GDP (前期比年率)	0.2	4.6	-1.2	2.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.4	1.6	1.6	1.5
消費支出	1.3	5.1	1.1	2.5	0.8	0.7	0.5	0.5	0.8	0.9	1.0	1.1
設備投資	-0.5	9.9	6.3	4.0	3.5	3.5	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
住宅投資	-5.2	-7.4	-1.7	2.0	1.0	1.5	1.5	1.5	2.0	2.0	2.5	2.5
民間在庫 (寄与度)	2.0	-0.9	-0.3	0.3	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
輸出	4.6	7.2	7.9	2.5	2.0	4.0	5.5	6.4	7.0	7.5	7.0	6.5
輸入	15.1	3.3	22.6	1.0	3.0	4.5	4.2	4.2	5.0	5.0	5.0	5.0
政府消費	1.6	3.4	0.0	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
公的固定資本形成	-11.5	4.2	4.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.8	1.8
外需 (寄与度)	-1.8	0.7	-2.6	0.3	-0.2	-0.1	0.2	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3
民間需要 (寄与度)	2.4	3.0	1.2	2.4	1.0	0.8	0.7	0.5	0.8	0.9	0.9	1.0
公的需要 (寄与度)	-0.3	0.9	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
実質GDP (前年比)	0.6	1.7	1.8	1.6	1.8	0.9	1.5	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
消費支出	2.0	3.1	4.3	2.5	2.3	1.3	1.1	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
設備投資	-1.0	0.4	4.1	4.9	5.9	4.3	3.5	3.0	2.6	2.2	2.0	2.0
住宅投資	-2.9	-6.1	-5.0	-3.1	-1.6	0.7	1.5	1.4	1.6	1.7	2.0	2.2
輸出	4.5	3.0	5.6	5.5	4.9	4.1	3.5	4.5	5.7	6.6	7.0	7.0
輸入	7.3	3.5	10.6	10.2	7.1	7.4	3.2	4.0	4.5	4.6	4.8	5.0
政府消費	2.1	2.1	0.9	1.4	1.1	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
公的固定資本形成	-12.6	-8.9	-4.3	-0.3	3.3	2.7	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8
名目GDP (前年比)	0.1	1.3	1.3	2.4	2.5	2.6	3.1	2.3	4.3	4.5	3.6	2.7
鉱工業生産 (前年比)	-0.7	-3.6	4.3	4.9	3.0	4.8	0.0	0.0	2.5	5.1	5.1	5.1
コアCPI (前年比)	0.6	2.1	2.7	3.5	2.5	2.8	2.6	2.0	2.3	1.7	0.8	0.9
新コアCPI (前年比)	-0.9	0.9	1.5	2.5	2.6	2.7	2.3	1.9	1.6	1.2	0.9	0.8
失業率 (%)	2.7	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3
貿易収支 (兆円)	-1.9	-3.8	-5.5	-6.2	-6.3	-7.3	-5.7	-7.8	-4.4	-4.1	-3.3	-7.4
経常収支 (兆円)	4.9	2.4	2.5	-1.0	1.6	-0.2	2.9	-2.7	3.3	2.3	5.1	-2.7
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	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年金利目標	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ドル円レート (期末値)	121.4	135.7	144.7	145.0	155.0	155.0	145.0	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0
ユーロ円レート (期末値)	134.7	142.1	143.3	143.6	145.7	150.4	145.0	147.0	147.0	147.0	147.0	147.0

注) コアCPI、新コアCPIともに消費税増税、教育費無償化、携帯電話料金値下げの影響を全て含むベース。

出所: 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、馬場 直彦、太田 知宏、田中 百合子は、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・オーストラリア投資調査部の社員が、調査資料で言及する企業およびその他の事業体が主催する会社訪問や工場見学、その他会合に出席することがあります。ゴールドマン・サックス・オーストラリアがかかる訪問や会合に関する状況に照らして適切かつ妥当と判断した場合には、その訪問や会合の費用の一部または全額を当該発行体が負担することがあります。本資料において金融商品に関してなんらかの意見が含まれる場合は一般的な見解であり、個々のお客様の投資目的、財務状況、もしくは必要性を考慮することなくゴールドマン・サックスが作成したものです。お客様は、これらの意見に基づき投資行動をとる場合、当該意見が自身の投資目的、財務状況、必要性に鑑み適切であるかを事前にご考慮ください。オーストラリアおよびニュージーランドのゴールドマン・サックスにおける利益相反に関する開示事項並びにゴールドマン・サックスにおけるオーストラリアセ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、さらに詳しい情報をご入用の際には、ゴールドマン・サックス(アジア)L.L.C.にお問い合わせください。**インド：**本資料に記載された企業に関しさらに詳しい情報をご入用の際には、ゴールドマン・サックス(インド)セキュリティーズ・プライベート・リミテッド、SEBIにおけるリサーチアナリスト登録番号INH000001493、951-A, Rational House, Appasaheb Marathe Marg, Prabhadevi, Mumbai 400 025, India, 法人登記番号U74140MH2006FTC160634、電話番号+91 22 6616 9000、Fax +91 22 6616 9001までお問い合わせください。ゴールドマン・サックスは本資料に記載された企業の(Indian Securities Contracts (Regulation) Act 1956第2項(h)で定義される)証券を1%以上実質保有している場合があります。**日本：**金融商品取引法第37条に定める事項の表示をご参照ください。**韓国：**本資料及びそのアクセスは、ゴールドマン・サックスとの別段の同意がない限り、韓国金融投資サービスおよび資本市場法の「プロフェッショナル投資家」に向けたものです。本資料に記載された企業に関しさらに詳しい情報をご入用の際には、ゴールドマン・サックス(アジア)L.L.C. ソウル支店までお問い合わせください。**ニュージーランド：**ゴールドマン・サックス・ニュージーランド・リミテッドおよびその関連会社は(Reserve Bank of New Zealand Act 1989で定義される)「登録銀行」でも「預金受入機関」でもありません。本資料および本資料の入手や利用は、ゴールドマン・サックスが別段に合意した場合を除き、Financial Advisors Act 2008で定義されている”wholesale clients”のみを対象としています。オーストラリアおよびニュージーランドのゴールドマン・サックスにおける利益相反に関する開示事項は <https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html> をご覧ください。**ロシア：**ロシア連邦で配布される調査レポートは、ロシア法で定義される広告ではなく、商品の宣伝を主目的としない情報・分析に該当するものであり、ロシアの資産評価に関する法の意義の範囲内における評価を提供するものではありません。調査レポートは、ロシア法ならびに規制に基づく個人向けの推奨を構成するものではありません。また、特定のお客様に向けたものではなく、お客様の財務状況、投資プロフィールまたはリスクプロファイル分析することなく作成したものです。本資料に基づくお客様やその他の投資行動について、ゴールドマン・サックスは一切の責任を負いかねます。**シンガポール：**本資料に関するあらゆる事柄については、シンガポール金融管理局の規制を受け、本資料の法的責任を負っているゴールドマン・サックス(シンガポール)Pte. (Company Number: 198602165W)までお問い合わせください。**台湾：**本資料は情報提供のみを目的としたものであり、当社の承諾なしに転載することはできません。投資に際しましては、各自の投資リスクを慎重にご検討ください。投資の結果につきましては個々の投資家が責任を負うものとします。**英国：**英国金融行動監視機構の規則において個人投資家の定義に該当するお客様は、本資料を本資料で取り上げた、当社アナリストが調査対象としている企業に関する過去のゴールドマン・サックス・レポートと関連してお読みいただき、ゴールドマン・サックス・インターナショナルから送られたリスク警告を参照して下さい。これらのリスク警告の写しや本資料で使用した金融用語の用語解説をご希望の方は、ゴールドマン・サックス・インターナショナルまでお問い合わせ下さい。

**欧州連合ならびに英国：**投資推奨または投資戦略を推奨、提案するその他の情報の客観的な提示、および個人の利益の開示または利益相反の表明の技術的な手続きに関する規制技術基準についての欧州議会および理事会規則(EU) No 596/2014を補足する欧州委員会委任規則(EU) (2016/958)の第6条2項(英国の欧州連合および欧州経済領域からの離脱後に英国の国内法や規制に組み込まれる委任規則も含む)に関連する開示情報は、欧州での投資調査に関する利益相反管理方針に記載した<https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html>をご覧ください。

## グローバル調査資料：配布機関

ゴールドマン・サックスのグローバル・インベストメント・リサーチ部門は、全世界でゴールドマン・サックスのお客様向けに調査資料の発行と配布を行っています。世界各地のゴールドマン・サックスのオフィスに勤務するアナリストは、業界および企業、マクロ経済、為替、市況商品、ポートフォリオ戦略に関する調査資料を発行しています。本資料の配布については、オーストラリアではゴールドマン・サックス・オーストラリアPtyリミテッド (ABN 21 006 797 897) が、ブラジルではゴールドマン・サックス・ドゥ・ブラジル・コレトラ・デ・ティツロス・エ・ヴァロレス・モビリアリオS.A. が、ブリック・コミュニケーション・チャンネル・ゴールドマン・サックス・ブラジル：0800 727 5764 および/または [contatogoldmanbrasil@gs.com](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。

英国が欧州連合ならびに欧州経済領域を離脱した日(「離脱日」)からは、配布機関に関する以下の情報が適用されます。

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

**欧州経済領域**：PRAにより認可され、FCAならびにPRAの監督を受けるGSIは欧州経済領域内の以下の管轄地域で調査資料を配布します：ルクセンブルク大公国、イタリア、ベルギー王国、デンマーク王国、ノルウェー王国、フィンランド共和国、キプロス共和国、アイルランド共和国；フランスでは、離脱日よりフランス健全性監督破綻処理機構(「ACPR」)が認可し、ACPRとフランス金融市場庁(「AMF」)が監督することになるGS - Succursale de Paris(パリ支店)が調査資料を配布します；スペイン王国では、スペイン証券取引委員会に認可されたGSI - Sucursal en España(マドリド支店)が調査資料を配布します；GSI - Sweden Bankfilial(ストックホルム支店)はSwedish Securities and Market Act (Sw. lag (2007:528) om värdepappersmarknaden)第4章4項に基づきSFSより「第三国支店」として認可されており、スウェーデン王国内で調査資料の配布を行います。ドイツで法人化された金融機関であり、単一監督メカニズム内で欧州中央銀行の直接のブルーデンシャル規制の対象となり、その他の点ではドイツ連邦金融監督庁(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)およびドイツ連邦銀行の監督を受けるゴールドマン・サックス・バンク・ヨーロッパSE(「GSBE」)が、ドイツ連邦共和国内および欧州経済領域内でGSIが認可されていない管轄地域で調査資料を配布します；また、デンマーク王国では、デンマーク金融監督庁の監督を受けるGSBE コペンハーゲン支店(filial af GSBE, Tyskland)が調査資料を配布します；スペイン王国では、(限られた範囲で)スペイン銀行の国内での監督対象となるGSBE - Sucursal en España(マドリド支店)が調査資料を配布します；イタリアでは、関係する適切な範囲内でイタリア銀行(Banca d'Italia)およびイタリア証券取引委員会(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa “Consob”)の国内での監督対象となるGSBE - Succursale Italia(ミラノ支店)が調査資料を配布します；フランスでは、AMFとACPRの監督対象となるGSBE - Succursale de Paris(パリ支店)が調査資料を配布します；スウェーデン王国では、限られた範囲でSwedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen)の国内での監督対象となるGSBE - Sweden Bankfilial(ストックホルム支店)が調査資料を配布します。

## 一般的な開示事項

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

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

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

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

当社主催のコンファレンスで、当社の他の部門の従業員を含む、サードパーティのスピーカーが示す見解は、必ずしもグローバル投資調査部の見解を反映したものではなく、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/1/fia-uniform-futures-and-options-on-futures-risk-disclosures-booklet-pdf-version-2018>を通じて入手可能なオプションおよび先物に関する最新の開示資料をよくお読みください。オプションの買いと売りを組み合わせるスプレッドなどのオプション戦略では取引コストがかなり高くなる場合があります。関連資料をご希望の方はお申しつけください。

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

頼られるお客様もいます。アナリストの根本的な調査見解の変更(株式の場合はレーティングや目標株価、業績予想の大幅な変更など)については、かかる情報を含む調査レポートが作成され、当社顧客向け内部ウェブサイトへの掲載という電子的発行または必要に応じてその他手段により、当該レポートがそれを受け取る資格のあるすべての顧客に広範に配布されるまでは、いかなる顧客にも伝達されることはありません。

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

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

## 金融商品取引法第37条に定める事項の表示

本資料とともに、金融商品取引をご案内させていただく場合は、各金融商品取引の資料をよくお読みください。金融商品取引を行われる場合は、各商品等に所定の手数料等(たとえば、株式のお取引の場合には、約定代金に対し、事前にお客様と合意した手数料率の委託手数料および消費税、投資信託のお取引の場合には、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、すべての金融商品には、関連する特殊リスクがあり、国内外の政治・経済・金融情勢、為替相場、株式相場、商品相場、金利水準等の市場情勢、発行体等の信用力、その他指標とされた原資産の変動により、多額の損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、デリバティブのお取引の場合には、弊社との合意により具体的な額が定まる保証金等をお客様に差し入れていただくこと、加えて、追加保証金等を差し入れていただく可能性もあり、こうした取引についてはお取引の額が保証金等の額を上回る可能性があります(お取引の額の保証金等の額に対する比率は、現時点では具体的な条件が定まっていないため算出できません)。また、上記の指標とされた原資産の変動により、保証金等の額を上回る損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、取引の種類によっては、金融商品取引法施行令第16条第1項第6号が定める売付けの価格と買付けの価格に相当するものに差がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読みください。

権利行使期間がある場合は権利を行使できる期間に制限がありますので留意が必要です。

期限前解約条項、自動消滅条項等の早期終了条項が付されている場合は、予定された終了日の前に取引が終了する可能性があります。

商号等：ゴールドマン・サックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第69号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

© 2022 ゴールドマン・サックス

本書の一部または全部を、ゴールドマン・サックス・グループ・インクの事前の書面による承諾がない限り、(i)複製、写真複製、あるいはその他のいかなる手段において複製すること、または(ii)再配布することを禁じます。