

ウーマノミクス

静かなる革命—あれから25年

シャロン・ベル, CFA
+44(20)7552-1341
sharon.bell@gs.com
Goldman Sachs International

田中 百合子
+81(3)4587-9964
yuriko.tanaka@gs.com
Goldman Sachs Japan Co., Ltd



- 当社では25年前に、当時の日本株式チーフ・ストラテジストだったキャシー・松井氏が執筆したレポート「ウーマノミクスが買い」（1999年8月17日発行；投資戦略レポート）で、初めて女性の労働参加と活躍機会がもたらす経済的可能性を広く訴えた。その後の松井氏の分析と提言は、日本政府の政策立案に大きく貢献してきた。本レポートでは日本の政策の進展について記す。
- 25年の節目に、再び松井氏が提唱したこの重要なテーマに焦点を当てる。松井氏は日本を中心に分析を行ったが、今回はグローバルに目を向け、広く世界的な進捗状況を検証し、制約となっている課題と今後の進展を検討する。
- 女性の労働参加による貢献を過大評価しすぎることはない。例えば、イタリアでは、女性の労働参加がなければ、労働力は近年縮小していただろう。
- ほとんどの国で、女性の労働参加率は上昇し、男女賃金格差は縮小している。しかし、これらが一直線に向上したわけでもなければ、世界中で同じように進展したわけでもない。インドでは女性の労働参加率が低下し、賃金格差は（特に日本では）依然として大きい。また世界的に、女性の無給労働の割合は依然として高い。これは、企業、学界、政治のトップ層に上り詰める機会を含む、労働力参加と平等全般に対する大きな障壁だろう。
- 最も進捗した分野の1つは企業部門だ。S&P500社の女性CEOの数は過去5年間で2倍になった。そしてヨーロッパでは、役員の40%が女性だ。
- 進捗を喜ぶ面は多々あるが、まだやるべき課題も多い。残念ながら、テクノロジーと金融業界では、世界金融危機以来、米国とヨーロッパで女性雇用者のシェアが減少している。そして、これらの業界では女性管理職の割合も、他のセクターよりも低い。AI革命が迫っている今、これは特に気がかりだ。
- 女性活躍の進捗が停滞する懸念も聞かれるが、当社ではこれらの懸念は行き過ぎと考えている。女性の労働参加はパンデミックで減少したが、経済再開後は一般的にパンデミック前以上に回復した。賃金格差は年齢が高くなるほど拡大するが、ここでも格差はわずかに縮小しており、ほとんどの女性活躍に関する企業関連指標は着実に上昇している。ESG投資は様々な問題に直面しているが、資金流入は逆転するのではなく、横ばいであり、当社GSサステインチームは、環境および社会問題への取り組みが先進的な企業のパフォーマンスが、引き続き後発者を上回っていることを示している。

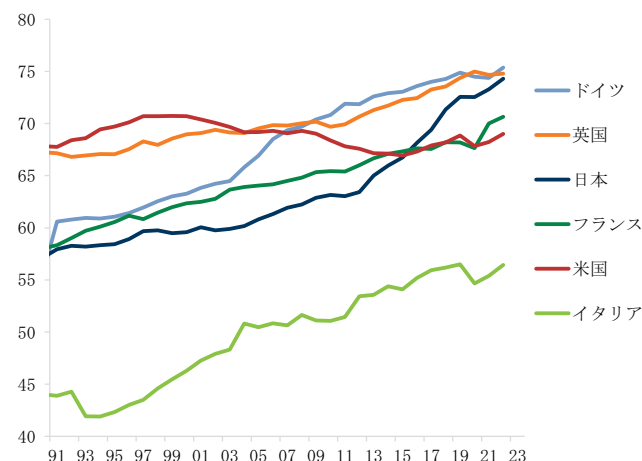
The Bigger Pictureは、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部が発行する、より長期的な経済及び政策課題を取り上げたレポート・シリーズで、通常のより市場に焦点を当てた分析を補完するものです。

ウーマノミクス：25年間の静かなる改革

女性労働参加による貢献—過大評価しすぎることはない...

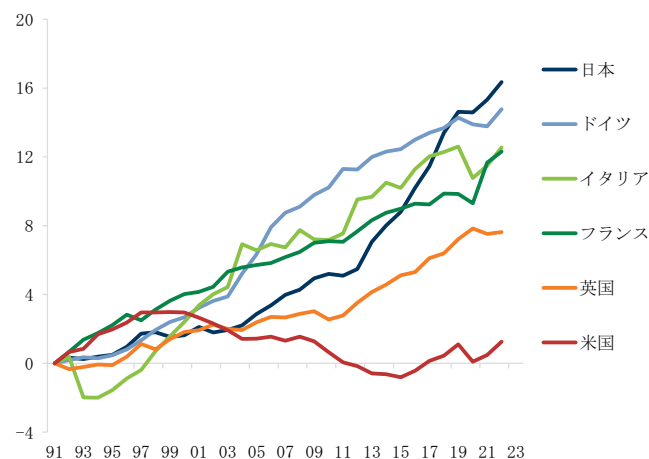
女性の労働参加率は近年、多くの国で明確な上昇傾向にある。この点で米国はかつて明らかに世界をリードしていたが、ここ数十年、米国の女性労働参加率にはほとんど変化がない一方で、他の国が米国に追いつき、近年では追い越している(図表 1)。特に、日本の同比率の大幅な上昇は、目を見張るものがある(図表 2)。

図表 1: 女性の労働参加率は先進国全般に上昇
女性労働参加率(15-64歳、%)、直近データは2022年



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

図表 2: 最も大幅に上昇しているのは日本、米国は遅行
女性労働参加率の累計変化(15-64歳、%)、直近データは2022年

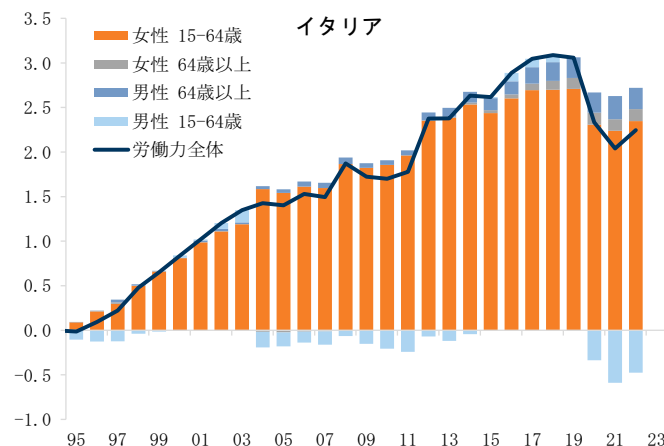


出所：ハーバーアナリティクス、OECD、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

ここ数十年の女性の労働参加による貢献は、いくら評価しても過大評価し過ぎることはない。例えば、1970年代以降のイタリアの労働力の増加は、女性の労働参加の高まりによるところが大きく、これがなければ労働力は横ばいにとどまるか、場合によっては(労働年齢人口の減少により)縮小していただろう(図表 3)。

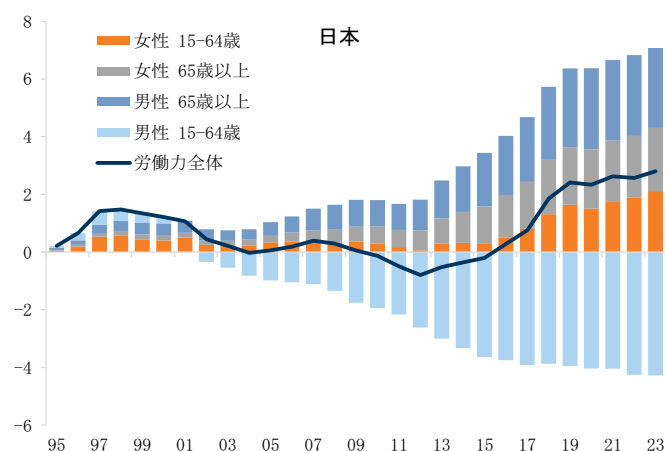
日本では、人口動態という観点から見れば労働者数は大幅に減少していた可能性があるが、実際には雇用が拡大している。その背景には、女性が労働に参加し、就業し続ける傾向が強まっていること—これには働き方改革や家族重視の政策が貢献—および男女を問わず高齢層が働き続けるようになっていることがある(図表 4)。

図表 3: イタリアの労働力の増加は主として女性の労働年齢人口の増加を反映
労働力の累計変化(百万人)、直近データは2022年



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

図表 4: 日本の労働力の増加に最も貢献しているのは高年齢層の労働(再)参加
労働力の累計変化(百万人)、直近データは2023年

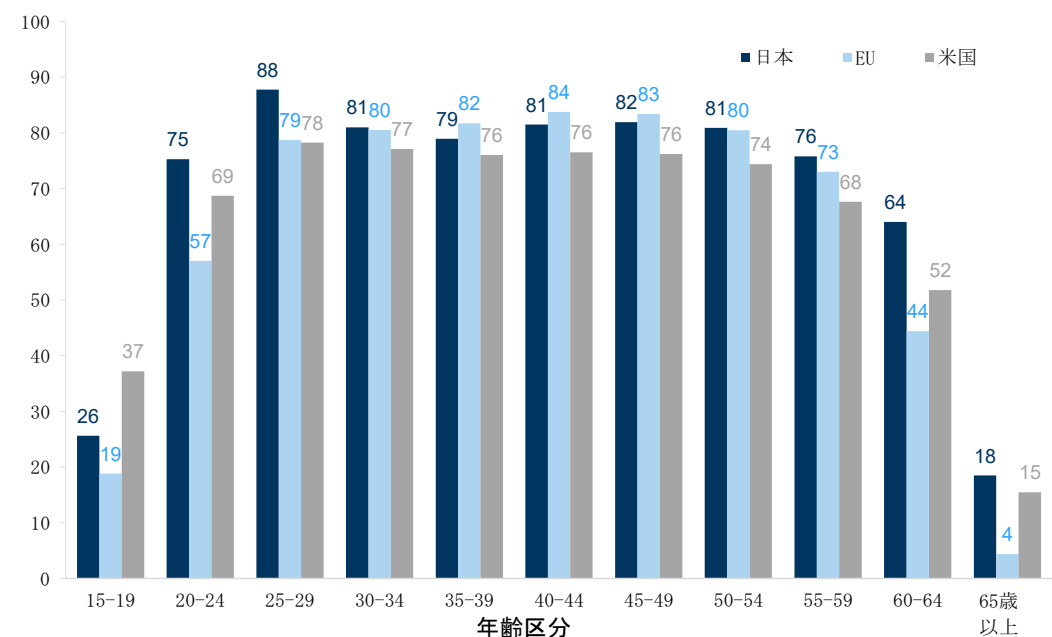


出所: ハーバーアナリティクス, OECD, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

どの年齢層でみても、日本の女性労働参加率は米国より高い。ヨーロッパでも、労働適齢期(25~60歳)にあたるどの年齢層でも、女性の労働参加率は米国を上回っている(図表 5)。

図表 6に、年齢層別にみた過去20年間の女性労働参加率の変化を示した。ヨーロッパでは、女性労働者が増加しているだけでなく、高齢層の女性労働者、特に50歳代後半から60歳代前半(すなわち1960年代生まれ)の労働者が増えている。

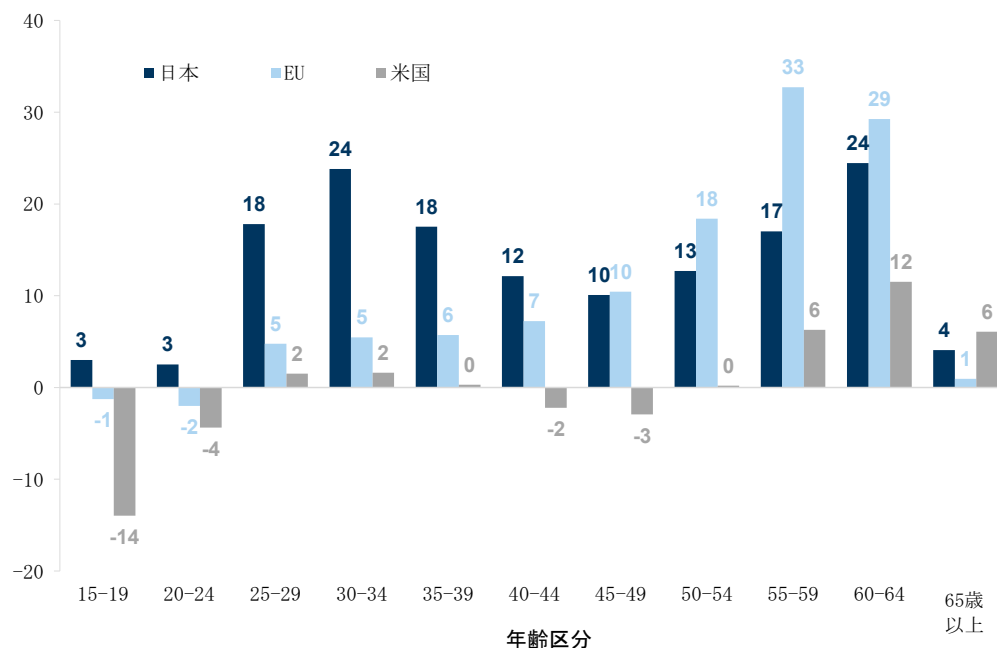
図表 5: 全ての年齢層で日本の女性労働参加率は米国より高い
年齢層別女性労働参加率(%)、2022年時点



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

図表 6: ヨーロッパと日本では労働適齢期の全年齢層、特に高年齢層で女性労働参加率が大幅に上昇

2000年から2022年までの間の年齢層別女性労働参加率の変化(ポイント)



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

こうした変化をもたらした要因は何だったのだろうか。以前発行したレポートで、家族重視の手当てや政策、更に労働者保護に関する法律の見直しが効果を発揮したことを指摘した。また、高い技能を持った女性の増加も貢献した。2022年のデータに基づきEU統計局は、「25～34歳の年齢層では、高等教育を受けている人の割合は女性の方が男性より高い(女性は48%、男性は37%)」としている。更に、社会的変化に加えて、投資家が投資先企業のダイバーシティの改善を重視するようになったことも背景にある。

日本では、年を追うごとに発展・拡大してきた育児休暇や子育て支援といった政府の政策は、育児施設の拡充や手当の支給だけでなく、男性と女性双方の育児参加に向けて企業の意識改革を促す対策も含まれてきた。最近では、日本政府は東証プライム上場企業の女性役員数について、具体的な数値目標を設定している(2025年までに最低1人、2030年までに30%)。直近の動きとしては(2024年6月27日付日経)、日本政府は、上場、非上場を問わず、従業員301人以上の企業を対象に女性管理職比率を定期的に公表するよう義務付ける方針だ(後掲補足参照)。

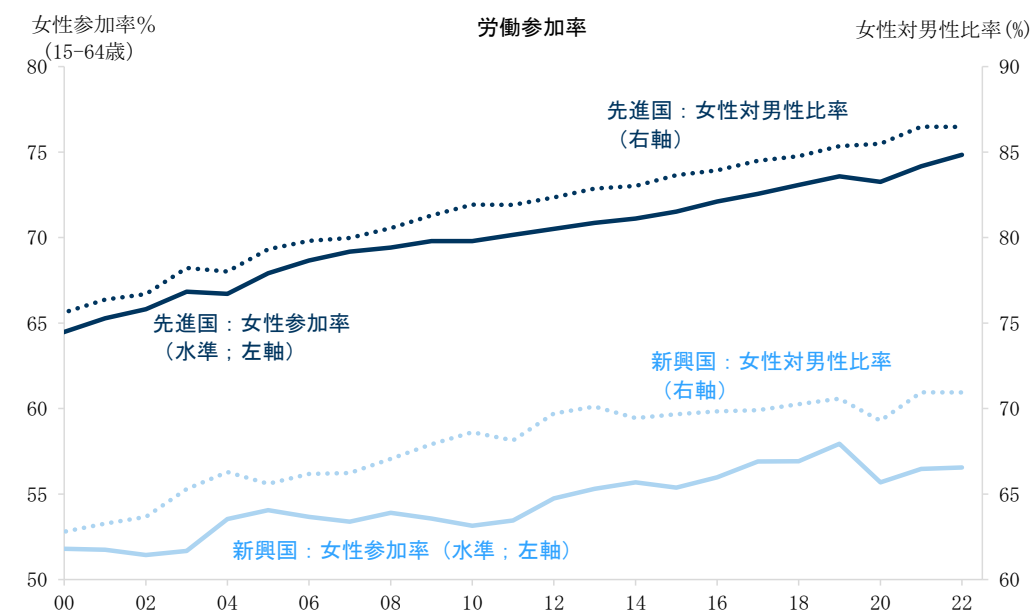
...しかしまだなすべきことは多い

「Women (still) hold up half the sky」で指摘した通り、まだなすべきことは多く、女性の就労傾向は男性より低く、特に新興国ではそれが顕著だ(図表 7)。インドでは、女性の労働参加率はそもそも低かったが、力強い経済成長や社会全体の繁栄にもかかわらず、近年、女性労働参加率は低下している。当社では、その理由は、女性の就労状況の過少報告、機械化の進展、女性の地位の不平等にあると考えている。

また、女性が就労しているといっても、女性の場合、パートタイム労働者の割合がはるかに大きく、従って労働力全体に対する貢献度は低くなり、またパートタイム労働の賃

金は比較的低いことが多い点を踏まえると、こうした違いが、依然として残る男女間の賃金格差の一因である可能性もある。

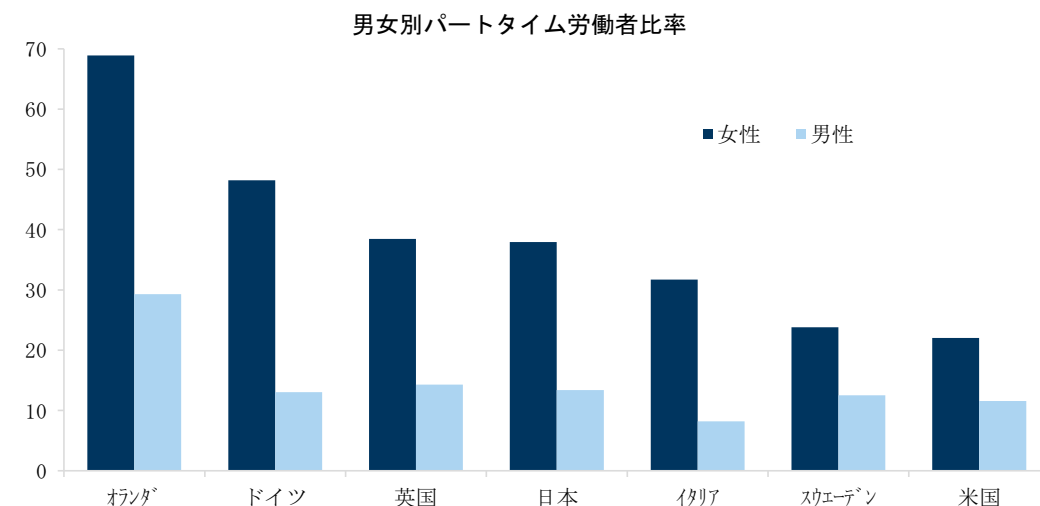
図表 7: 先進国、新興国ともに過去15年間に女性労働参加率が上昇
労働参加率(直近データは2022年)



データはILOモデル推計値。

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

図表 8: どの国でもパートタイム労働者の割合は男性の方が女性より低い
2022年時点



OECD諸国のパート労働者の定義は3種に分かれる：(I)労働者自身の主観的判断、(II)平均的な労働時間を基に、特定の時間で線引き、(III)実際の労働時間を基に、特定の時間で線引き。

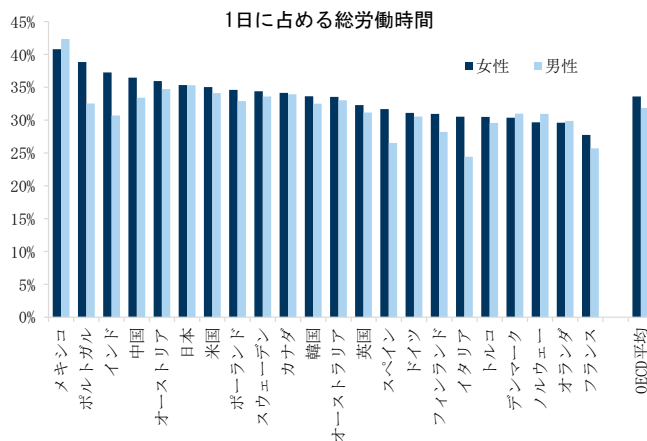
出所：OECD, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

無給労働に占める女性の割合が依然として高い：企業、学界、政治のトップ層に上り詰める機会を含む労働力参加と平等全般に対する大きな障壁となっているのが、圧倒的に女性が負うことの多い無給労働だ。実際、OECDの統計によると、大半の国で、1日のうち労働(有給および無給)に費やす時間は男性よりも女性の方が差はわずかだが多い(図表 9)。

無給労働のみに目を向けると、全ての国で1日のうち無給労働に費やす時間は女性の方が長く、例えばインド、メキシコ、ポルトガル、中国、トルコ、日本など、一部の国ではその男性との差は大きい(図表 10)。特に、無給労働の割合が大きいことは、女性の労働参加に加え、最も報酬が高い例が多く、長時間の拘束が一般的な管理職/経営陣に女性が就くことを難しくしている。

図表 9: 大半の国で労働時間(有給および無給)は女性の方が長い

1日24時間に占める総労働時間(有給と無給)、2024年のデータ

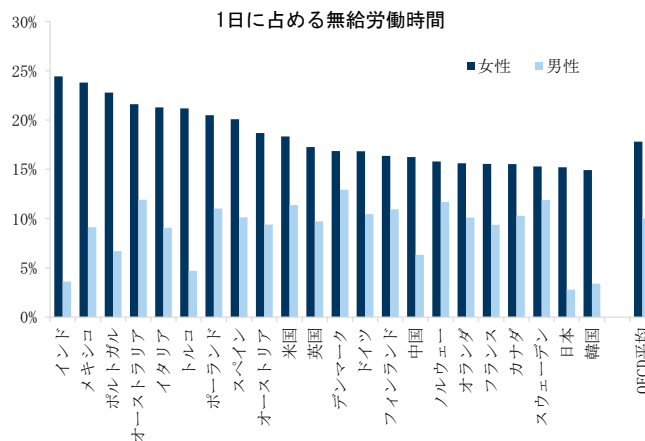


時間の使い方に関する調査は、一日の活動記録をつけている人の集計。回答は各国統計局により、1日24時間(ないし1日1440分)の時間配分を数種類のカテゴリーに分類される。

出所: OECD, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 10: 1日に占める女性の無給労働の割合と男女間の差異は大きい

1日24時間に占める無給労働の割合、2024年のデータ



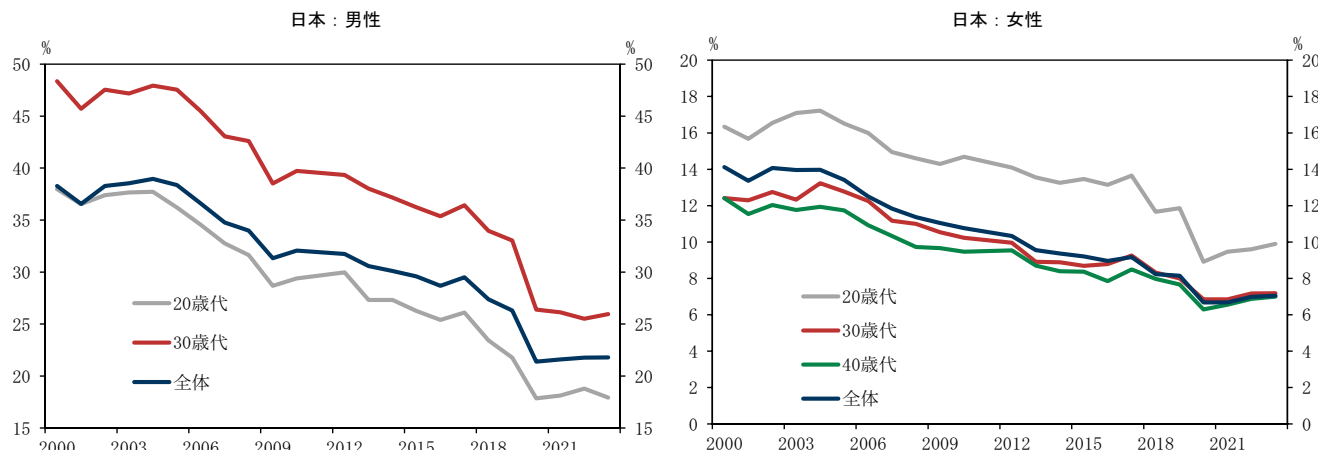
時間の使い方に関する調査は、一日の活動記録をつけている人の集計。回答は各国統計局により、1日24時間(ないし1日1440分)の時間配分を数種類のカテゴリーに分類される。

出所: OECD, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

日本では男性の労働時間が一日に占める割合がOECD諸国の中でも高く、男性の無給労働時間が極端に短い(図表 9、図表 10)。但し、従来に比べると長時間労働の習慣は大きく改善している。1990年代初の日本のバブル崩壊後、経済活動が停滞する中で必然的に労働時間が減少した側面もあるが、政府が企業や社会に対し長時間労働の習慣を見直し、子育て等に時間を当てられるよう、改善努力を促したことも大きい。

最近では改正労働基準法で働き方改革の一環としてとして、時間外労働時間に上限規制が導入された(後掲補足参照)。2000年代初には、30歳代男性の5割近くが週49時間以上働いていたが、2019年にはこの割合が33%に、更にコロナ禍で25%へと急低下した。しかも経済再開後も長時間労働の割合は低位に止まっており、これが日本の新しい生活スタイルとして定着しつつあることが示唆される(図表 11)。

図表 11: 日本では子育て年代の男性で長時間労働の割合が大きく低下
週49時間以上働いている人の割合



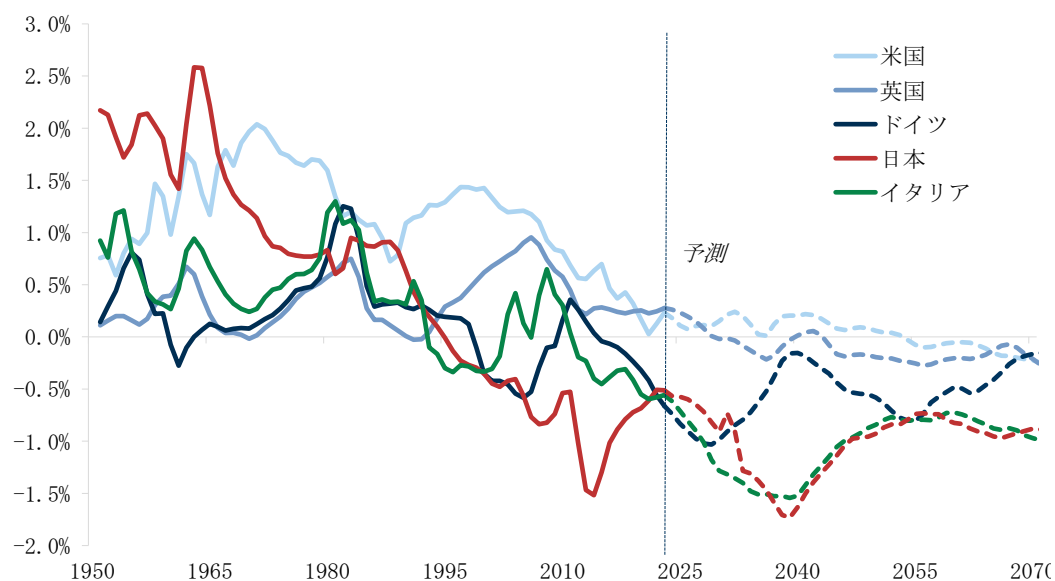
出所: 総務省, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

出生率が低下する中でのウーマノミクス

いずれの国でも出生率は劇的に低下しており、政府や投資家にとって懸念すべき課題となっている。同時に、現時点の労働年齢人口も減少しているか、減少していないにしても少なくとも増加率が大きく鈍化している(図表 12および図表 13)。

生産性が大幅に改善しない限り、経済の縮小を回避するためには女性や高年齢層の労働参加の拡大が不可欠となる。移民の流入が続くことで問題は多少緩和される可能性があるが、下図に示す国連の試算による予測は、そもそも近年の移民パターンが続くとの前提に基づいている。

図表 12: 先進国では労働年齢人口の増加ペースが鈍化...
15-64歳の年齢層の増加率; 国連予測による労働年齢人口の年間増加率

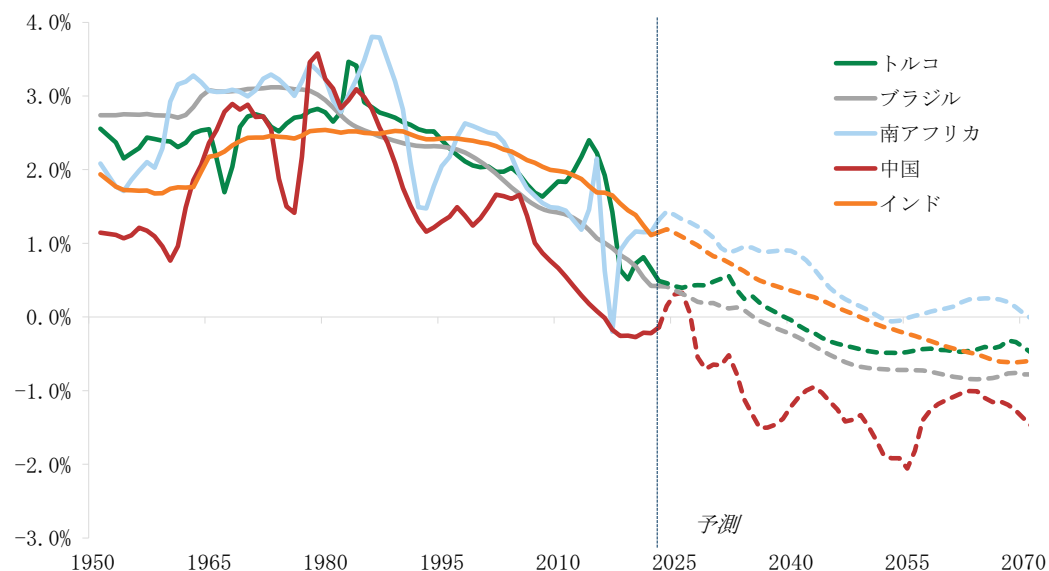


国連は人口推計にあたり、出生率、死亡率及び移民率を当該国過去データの確率モデル、将来の潜在的変化を、類似環境にある他国の経験の確率モデルを用いて推計。

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

図表 13: ... 新興国でも同様の傾向

15-64歳の年齢層の増加率；国連予測



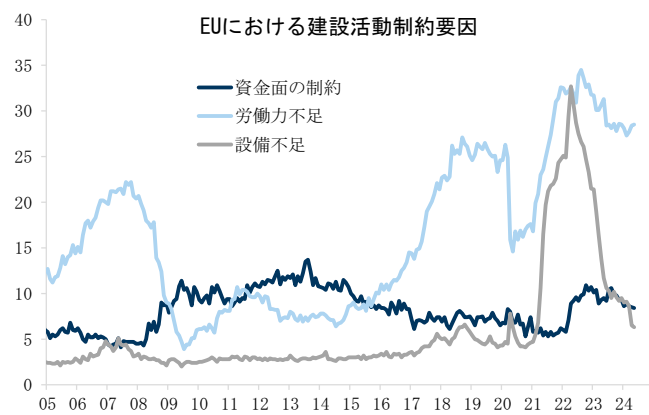
国連は人口推計にあたり、出生率、死亡率及び移民率を当該国過去データの確率モデル、将来の潜在的変化を、類似環境にある他国の経験の確率モデルを用いて推計。

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

ヨーロッパ建設業界に関する最近の調査結果をみると、事業活動の制約要因となっているのは資金的な逼迫や設備不足ではなく、労働力不足であることがうかがわれる。労働力不足問題はコロナ禍前から表面化していたが、一段と深刻化している。設備や原材料と異なり、労働力不足には改善の兆しが見られない(図表 14)。

図表 14: 資金的な制約や設備不足ではなく労働力不足が事業活動を圧迫

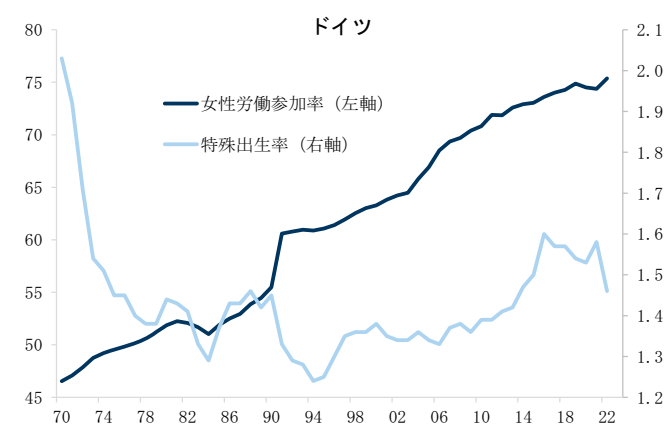
ヨーロッパ建設業界調査：資金、労働力、設備による制約の度合い(季調後、%)



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

図表 15: 出生率が低水準へと低下する中、女性労働参加率は着実に上昇

ドイツの女性労働参加率(15-64歳、%)と合計特殊出生率



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

しかし、女性の労働参加率が上昇すると、子育てに必要な時間の確保がますます難しくなり、結果として出生率の低下傾向に拍車がかかることになる。この問題について、当社の日本経済担当チームが「[日本経済アナリスト：コロナ禍が炙り出す少子化対策・ウーマノミクスの課題](#)」において学術研究に基づき解説している。

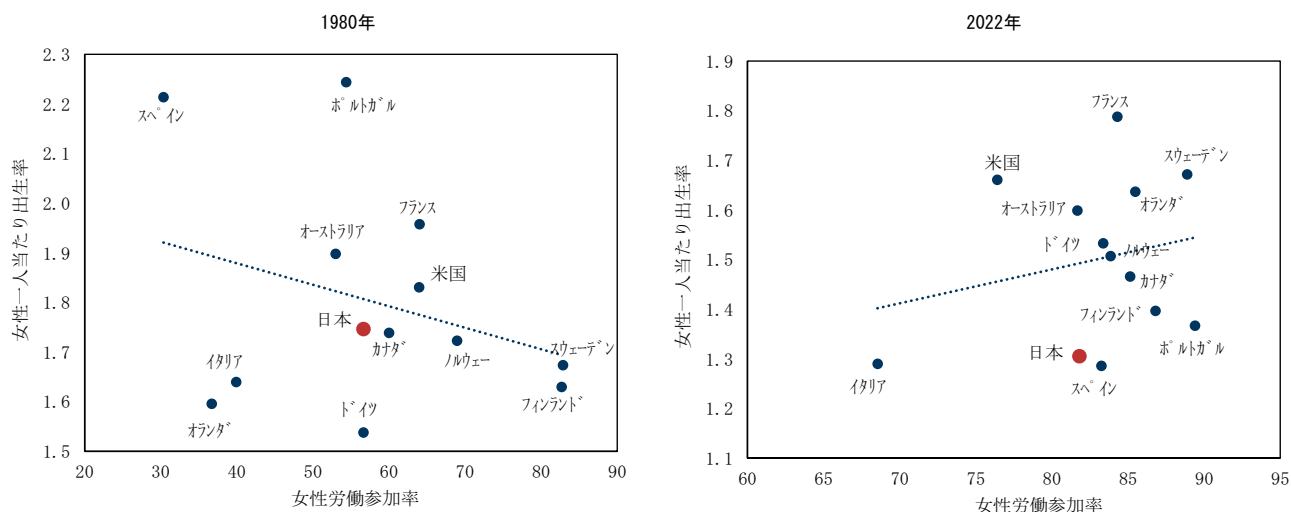
それによると、女性労働参加率と出生率との関連性はそれほど強くなく、近年ではむしろ

ろ両者の間には緩い正相関が認められる(図表 16)。子育て環境の整備や男女平等に関する法整備により、先進国を中心に女性が働きつつ家族を持つことが新たな社会的な規範として確立されつつある。

また、個々の国のこれまでの状況を検証してみると、女性の労働参加率と出生率の変化に一貫した関係性は認められない。ドイツがその好例で、数十年にわたり出生率は低水準にとどまり、人口置換水準を下回ってきたが、この間、女性労働参加率は大幅に上昇しており、出生率との間に明確な関係性は見られない(図表 15)。

図表 16: 最近では出生率と女性労働参加率との間には緩い正相関が存在

女性労働参加率と女性一人当たり出生率の関係



女性労働参加率は25-54歳

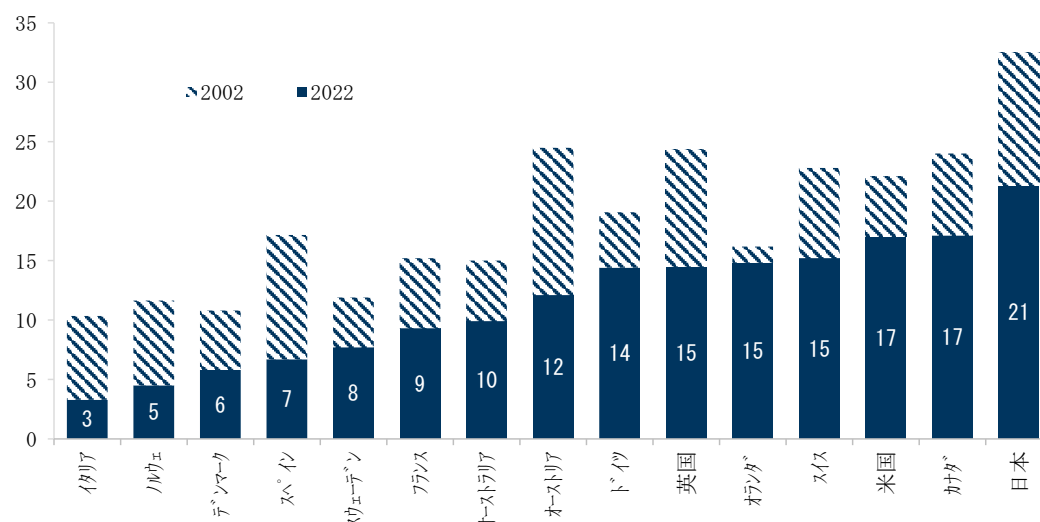
出所: OECD, ハーバーアナリティクス, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

男女賃金格差は(緩やかに)縮小

女性の労働参加が増えていることに加えて、多くの国で男女賃金格差が縮小している。1999年に発表したレポートでキャシー・松井氏は、日本における女性の労働環境の悪さの主たる理由は、男性と女性の賃金水準の大きな格差にある可能性が高いと指摘している。当時の日本の男女賃金格差は33%だった。現在もなお格差は比較的大きいが、それでも21%に縮小している(図表 17)。

世界各国で賃金格差は多かれ少なかれ縮小している。賃金格差が存在する理由の一つは、女性が男性とは異なる仕事に就く傾向にあり、経験や労働時間も異なることだ。しかし、欧州委員会は、「EUの男女賃金格差のほとんどの部分は説明がつかず、教育、職種、労働時間、経済活動分野の違いといった労働者や職場の特性と関連付けることはできない」と説明している。

図表 17: 多くの国で過去20年間に男女賃金格差は縮小
2002年と2022年の男女賃金格差の比較(%)



OECDは、賃金水準中央値の男女差を男性の賃金水準(中央値)と比較したものを男女賃金格差率と定義している。いずれもフルタイム労働者と自営業者を含む。

出所: OECD, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

賃金格差は年齢とともに拡大しているようであり、これは、[図表 18](#)に示す通り、英国の国家統計局のデータに明らかだ。40歳未満の女性の賃金格差は、40代や50代の女性に比べてはるかに小さい。とはいえ、高年齢層でも賃金格差は着実に縮小しており、当社はこの傾向が続くと予想している。

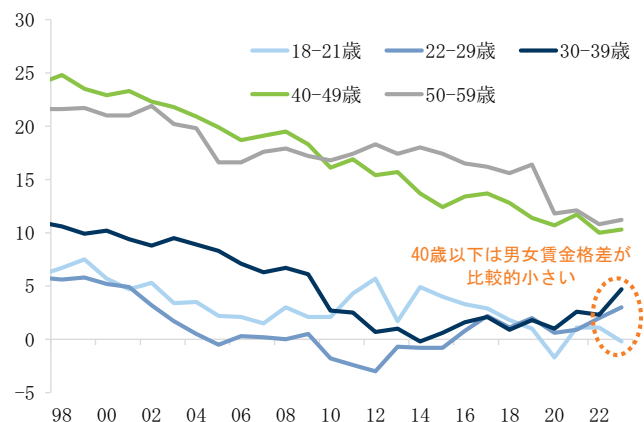
賃金格差の縮小の一部はコホート効果を反映。米国、イタリア、カナダ、英国のデータを分析した最近のNBERの[リサーチ](#)では、男女賃金格差の縮小は次の2点に起因するとされている: (1) 男女賃金格差が平均よりも小さい水準で労働市場に参加した新しい労働者層、(2) 男女賃金格差が平均より大きい比較的高年の労働者層の引退。

日本の直近の2023年の調査によると([図表 19](#))、大卒者は男女間の所得格差がほとんどない状態で就職している。それ以降、5歳ごとに区切った年齢層が高くなるにつれて格差は拡大し、45～49歳の年齢層の23%でピークに達する。

[図表 19](#)は日本の常勤の正規雇用者の月間所定内給与を対象としているため、女性労働者が子育て世代になると時間外労働が少なくなることやパートタイム比率が高くなることによる影響は小さいと考えられる。むしろ、この図表は、自発的・非自発的にかかわらず、所得水準が比較的高い地位の女性労働者の割合が低いこと、更に女性の子育てをしながらキャリアも追及することに対する認識が、40代や50代の年齢層と若い世代とは異なること(これもコホート効果を示唆)を映し出していると考えられる。

図表 18: 40歳未満の常勤雇用者の男女賃金格差はほぼゼロまで縮小

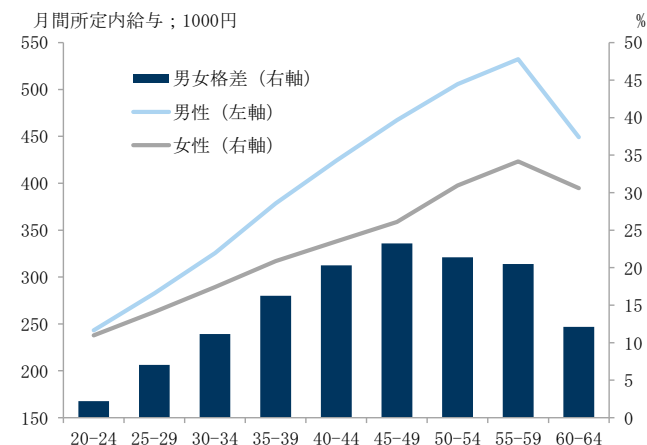
英国: 常勤雇用者の平均的な時間当たり総賃金(時間外労働を除く)の男女格差(1997 - 2023年)



英国統計局(ONS)は、時間当たり平均賃金の男女差を男性の時間上がり平均賃金と比較し、男女賃金格差率を算出。

出所: ONS, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 19: 大卒者は男女賃金格差がほとんどない状態で就職
大卒の新規常勤雇用者の月間基本賃金、2023年調査



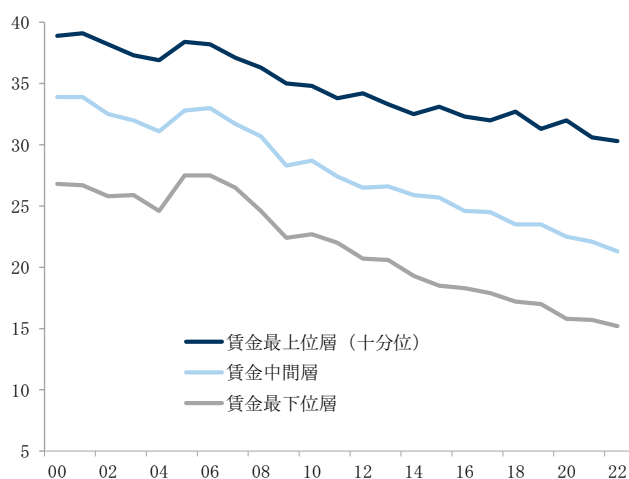
出所: 厚生労働省, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

引き続き賃金最上位層では男女賃金格差が最も大きい。こうした傾向はほぼすべての国で観察され、賃金十分位の最上位層の男女賃金格差は中間層や下位層より大きくなっている。全般にすべての下位層で賃金格差は縮小しているが、最上位層では依然として格差は大きい(好例は日本、図表 20)。米国ではすべての賃金階層で賃金格差は2010～2011年以降横ばいとなっていることが興味を引く(図表 21)。

賃金最上位層の賃金格差にも、コホート効果が部分的に影響している可能性があり(この層の労働者は比較的高年齢である可能性が高い)、更に、後述の通り、経営幹部職に女性が少ないことも反映している可能性がある。

図表 20: 日本では賃金最上位層で男女賃金格差が最も大きい

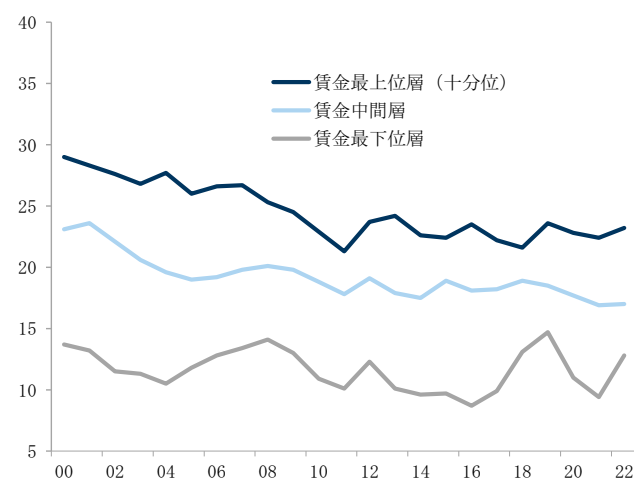
日本における賃金階層別男女賃金格差(%)



出所: ハーパーアナリティクス, OECD

図表 21: 2010-11年以降、米国では賃金格差の縮小が全賃金階層で停滞

米国における賃金階層別男女賃金格差(%)



出所: ハーパーアナリティクス, OECD

幹部職一姿を消す女性

労働参加、賃金格差、幹部職という観点では、女性の就労状況に大きな進捗が見られる。しかし、幹部職への女性の登用は確かに改善してはいるものの、企業の最高幹部、特に役員クラスの女性の少なさも顕著で、状況にあまり変化は見られない。実際のところ、企業の管理職の上位になると女性比率は大きく低下する(図表 22)。

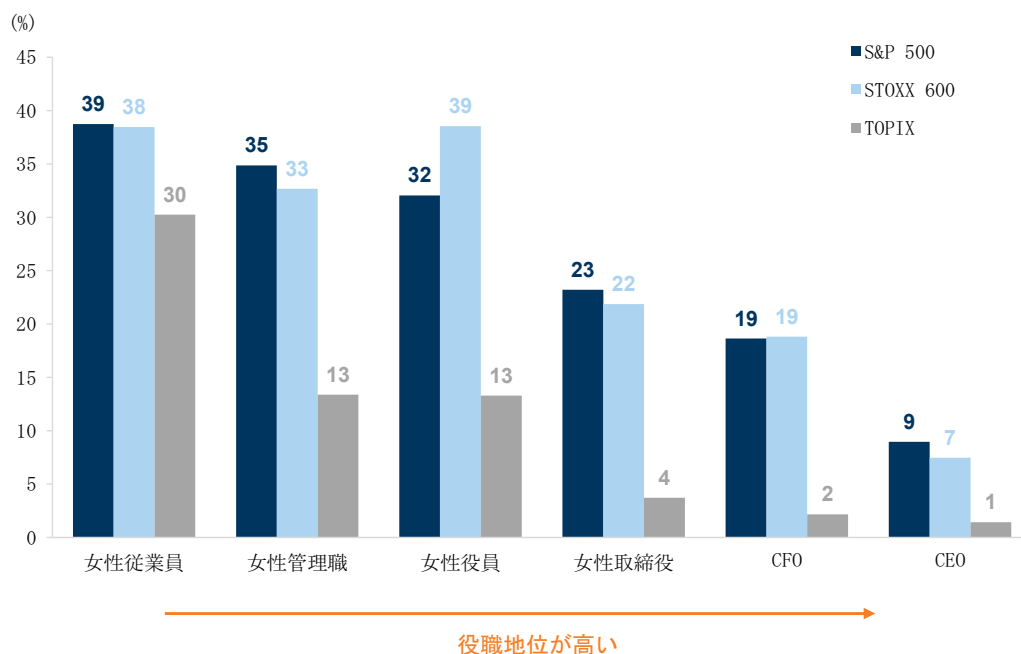
女性役員という観点では、ヨーロッパは疑いようのない成果を上げている。STOXX Europe 600社の女性取締役の割合は平均で40%近くに達する(図表 23)。これは、クオータ制(ノルウェー、フランス、ドイツ)と緩やかな圧力(ESGフロー、メディアの注目や関連団体の存在、英国の「30%クラブ」等)という2つの要因の相乗効果により実現している。また、Deloitteの分析によると、男性に比べて女性役員が多すぎる可能性を示唆するような兆候も見受けられなくなっている。

とはいえ、ヨーロッパでは役員レベルへの女性の進出が重視された結果、例えば米国、日本、大半の新興国に比べて、女性役員数はけた外れに多くなっている。但し、業務執行取締役やCEOといったレベルでは女性の割合はそれほど大きくない。また、女性役員(および男性役員)の役割はサイロ化する傾向にあり、FTSE 100社のうち最高情報/技術責任者の女性比率はわずか27%であるのに対して、人事部門の責任者の71%が女性となっている。

より広い意味での女性の職場進出を促進する政策、教育へのアクセスの改善、小規模企業への資金供与や資金調達へのアクセスの拡大、育児費の公的支援策の拡充などが、より深く、幅広い変化を促すことになる可能性が高い。

図表 22: 企業の役職構造の上層になればなるほど女性比率は大きく低下

様々なポジションの平均女性比率、2023年または2024年時点の直近のデータ、S&P 500社(米国)、STOXX 600社(ヨーロッパ)、TOPIX構成企業(日本)



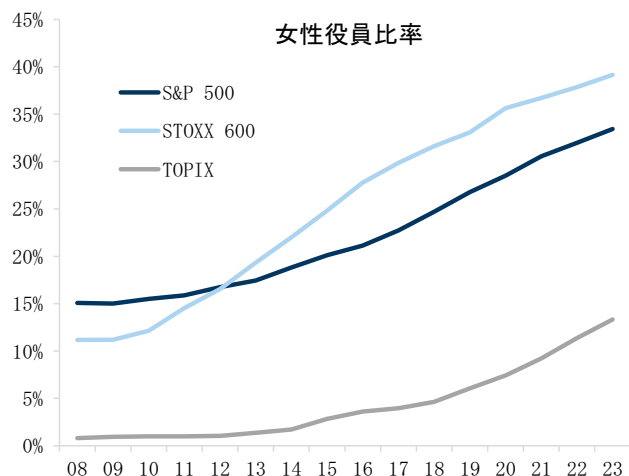
出所: データストリーム, ファクトセット, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

CEOの女性比率は上昇しているが、スタート地点が低いため、依然として絶対水準は低いままだ。とはいえ、欧米の主要企業のCEOの女性比率が15年前の1~2%から現在では

8%に改善していることは、女性の社会進出に関する歓迎すべき数字と言える(図表24)。松井氏が25年前に発表したウーマノミクスに関する調査レポートに倣えば、日本はこれらの尺度では依然として大きく後れを取っているが、改善が見られることも確かだ。

図表 23: ヨーロッパでは女性役員が重視されてきた結果、女性役員比率は極めて高い水準に上昇

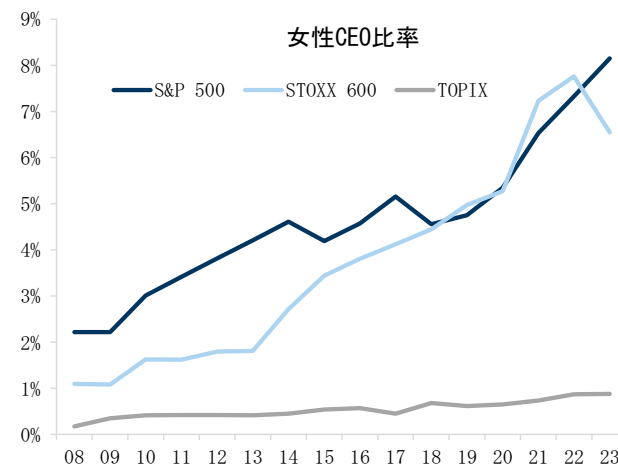
STOXX 600社、S&P 500社、TOPIX構成企業の女性役員比率



出所：ブルームバーグ、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

図表 24: 欧米の女性CEO比率は現在の7-9%に対してかつてはわずか1-2%

STOXX 600社、S&P 500社、TOPIX構成企業の女性CEO比率



出所：ブルームバーグ、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

改善は頭打ちになっているのか

パンデミックの影響、AIの台頭(女性が圧倒的な比重を占めるサービス業の仕事を中心にAIに置き換わる)、ESGフローの停滞を踏まえると、これ以上の女性活躍の進歩は望めないのだろうかということをよく尋ねられる。

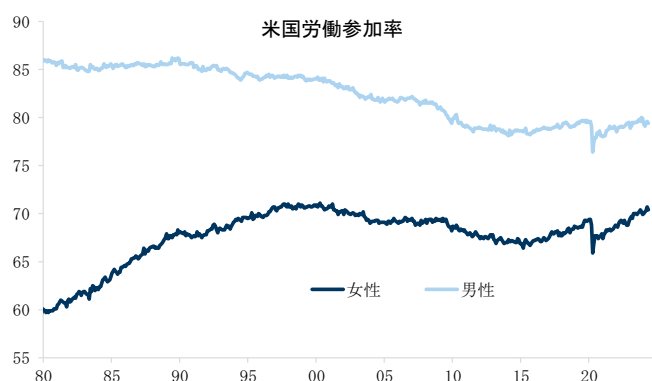
実際、横ばいにとどまっている指標やわずかに悪化している指標もある。例えば、欧米では女性役員比率は過去10年間、年を追うごとに明確かつ持続的に上昇してきたが、2024年の比率は2022年とほぼ同水準となりそうだ。この点に関する当社の考えは、以下の通りだ：

- **進歩が頭打ちとなっていることは決して悪い兆候ではない。**これは、女性活躍がこれまでに著しく進展してきたことを反映しており、低水準からの初期段階の進歩は急激なものとなり得る。
- **ヨーロッパの女性役員に関しては、現在その比率はSTOXX 600社の女性従業員比率を上回る。**女性従業員、管理職、執行役員の女性比率の引き上げは、その進展状況を計測し、整合性を確認すべき重要なポイントだ。またそれにより、女性幹部が少ないことが理由であることの多い男女賃金格差の縮小が進むことになるはずだ。フランスをはじめとするいくつかの国がこれを目標に定めている。
- **女性CEOに関しては、米国では大幅かつ継続的な進展が見られる。**ヨーロッパはやや見劣りし、STOXX 600社2024年の女性CEO比率は2021年と同水準となっている。これについても、女性役員よりも女性の管理職や執行取締役が重視されていたことが影響していると考えられる。
- **パンデミックの影響は女性の方が大きいとの懸念**(例えば育児で仕事を離れる時間が多いこと等)は、杞憂に終わっている。米国に見られるように、パンデミック以降、

女性の労働参加率は上昇している一方で、男性の同比率は低下している。こうした現象は米国に限定されるわけではなく(図表 25)、例えば英国でも同様のパターンが認められる。

- WFH(Work from Home; 在宅勤務)は今後の女性活躍に影響を及ぼすのだろうか。この点に関する最近の調査結果は、明暗交錯している。最近のハーバード・ビジネス・レビュー(HBR)の調査によると、リモートワーク中の若手の女性はメンタリングの機会が少ないことや交流のなさにより仕事に行き詰まることが多い(若手の男性労働者にもこれは当てはまるが、その度合いは低い)。しかし幹部社員の場合、リモートワーク中の生産性は高くなる傾向にある。
- 当社エコノミストがAI導入による影響が最も大きいと考える職種では、男性より女性が占める割合が大きい：これらの分野の労働力の60~70%は女性だ。もっとも、かなりのレベルの対面での対応や介護の専門家—どちらの分野も女性が圧倒的な割合を占める—が必要とされる職種ではAIを通じて生産性が高まる可能性が高いが、AIに取って代わられる可能性は低い。
- 政治的な時代精神(主流となる考え方や思想、動向)が近年変化しており、特に投資家や消費者の負担増につながると考えられる場合はESG投資の有効性がますます疑問視されるようになっている。また、反移民論も高まっている(例えば先の欧州議会選挙での極右政党の台頭)(ESGを疑問視する層と重複することが多い)。当社は、人口の高齢化、巨額の財政赤字、労働力の減少、移民に依存することへの躊躇などを踏まえると、女性の一段の労働参加と経営幹部としての女性の一層の活躍が不可欠と考えられる。更に、世界的にESGファンドへの大量の資金流入は途絶えたが、資金流出が生じているわけではない(図表 26)。
- アウト・オブ・サンプル・テストによる検証では、GS SUSTAINの業務上の環境&社会(E&S)問題への対応で先行する企業(最上位五分位)が大幅にアウトパフォームし、遅行する企業がアンダーパフォームしていることが明らかになった。過去1年間、ESG環境をめぐる不透明感が高まったにもかかわらず、業務上の環境&社会(E&S)問題への対応で先行する企業と遅行する企業間のパフォーマンス格差は拡大し続けている。更に、当社ヨーロッパウーマノミクス・バスケットのROEと利益率は市場平均に比べて高く、バランスシートもより健全である傾向が強い。

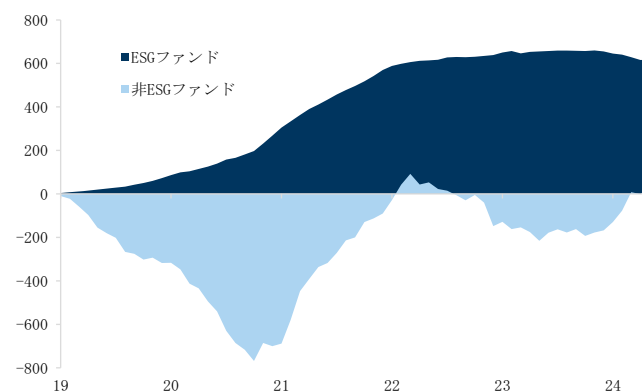
図表 25: パンデミック以降、女性労働参加率は上昇しているが、男性の就労率は低調
年齢別(16-64歳)



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

図表 26: ESGファンドと非ESGファンドへの累計ベースの資金流入

月間資金流入、10億ドル、EPFR Funds Flowsによる、重複あり

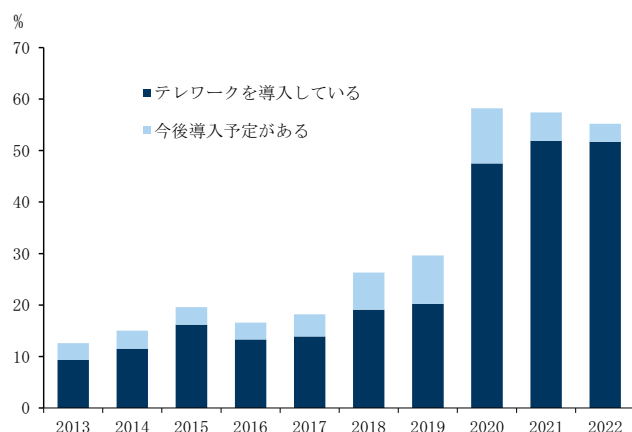


出所：EPFR、ハーバードアナリティクス、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

日本では、コロナウイルス感染拡大で需要が急減したサービス業に従事するパートタイム労働者を中心に、特に女性の雇用が減少した。一方で、コロナ禍で企業は急遽テレワークを導入せざるを得なくなり、「仕事のやり方」自体も見直すきっかけとなった(図表 27)。日本の民間企業のテレワーク導入率は、2022年時点で50%と、「たった」3年前(2019年)の20%以下から急上昇している。テレワーク導入は生活の満足度向上をもたらし、テレワークをするようになってからの満足度の変化は、特に「子育てのしやすさ」、「介護のしやすさ」は「レジャー・余暇生活」や「自己啓発」を上回る改善をみせている(図表 28)。

図表 27: コロナウイルス感染拡大で日本でも漸くテレワーク導入が急拡大し...

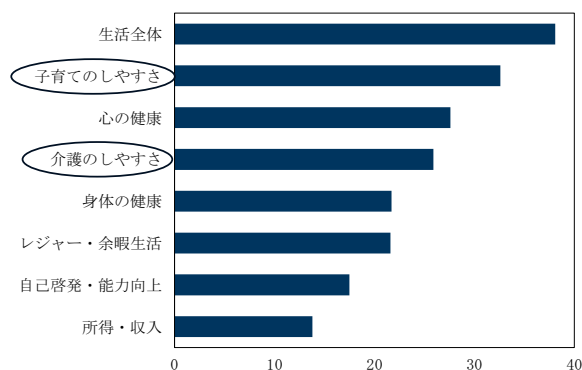
日本の民間企業のテレワーク導入率



出所：総務省，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

図表 28: ...子育てのしやすさも向上

生活満足度とテレワークによる変化；「満足している」の割合



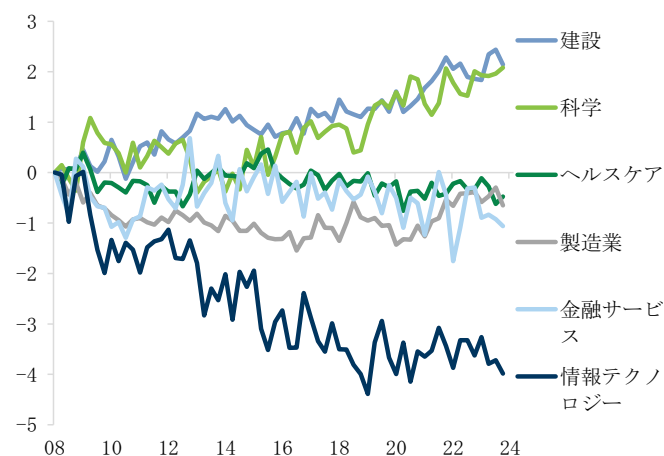
出所：総務省，国土交通省，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

テクノロジー・セクターと金融セクター

業種が異なると、女性雇用の進捗状況(あるいは進展のなさ)も異なる。ヨーロッパでは、建設業と科学分野における女性比率が近年上昇している(建設業では低水準から改善)が、テクノロジー分野では低下している(図表 29)。米国でも同様のパターンが見られる。実際、米国ではテクノロジーと金融サービス(ともに賃金水準が高い業界)の女性従業員の比率は低下している(図表 30)。

図表 29: EUの建設業界/科学分野の女性進出率は上昇しているがテクノロジーでは低下...

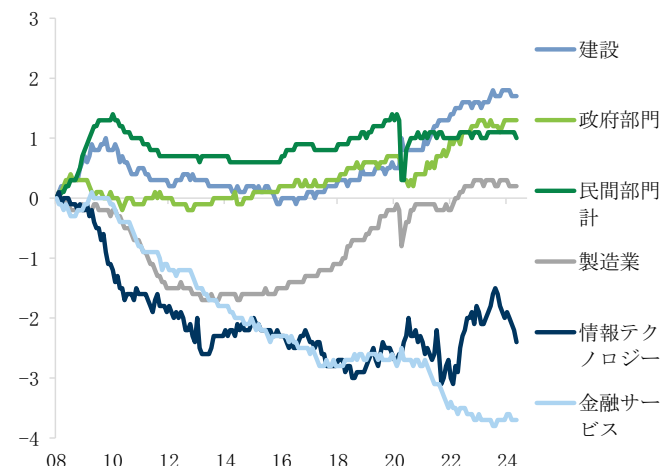
EU: 女性従業員比率の2008年以降の累積変化(%ポイント)



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

図表 30: ...同様に米国でもテクノロジーと金融サービスの女性従業員比率は低下

米国: 女性従業員比率の2008年以降の累積変化(%ポイント)



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

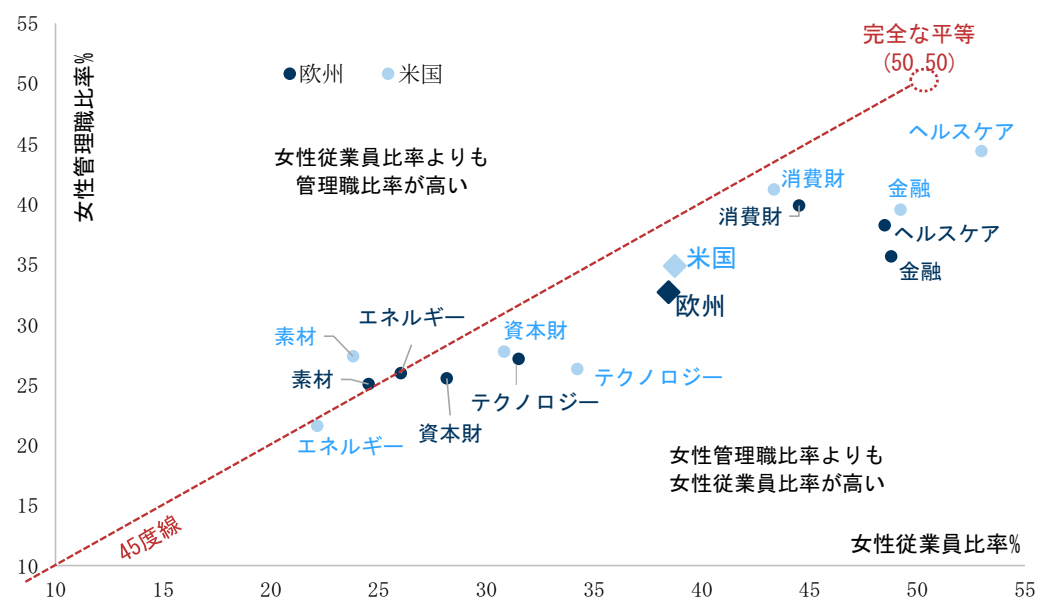
全てのセクターで、管理職レベルの女性比率は低くなっている(図表 31)。女性が全労働者のおよそ50%を占めるセクター(ヘルスケア、消費、金融)でも、管理職の女性比率は低い。この移動格差(モビリティ・ギャップ: 労働者全体における比率と上級管理職の比率の差)は、金融、テクノロジーなど、賃金水準が高い業界で最も大きくなる傾向にある。

対照的に、女性従業員は比較的少ないが、明確なモビリティ・ギャップは存在しない業界も存在する。どの国でも素材、エネルギー、工業の各セクターの女性従業員比率は低い、女性管理職の割合は女性従業員比率より高くなっている(これらのセクターは図表 31のラインの上部に位置する)。これらの業界に従事する女性の数は比較的少ないが、過去のデータに基づくと、上級管理職レベルでは女性が一定のポジションを占めている。

女性管理職、女性従業員の両面で50/50の完全な平等性を維持している業界は存在しないが、米国のヘルスケア・セクターはそれに近い状況にある。

図表 31: すべてのセクターで管理職レベルの女性比率は低い

STOXX 600社およびS&P 500社の女性管理職の割合と女性従業員の割合、2024年時点の直近のデータ



消費財は一般消費財と生活必需品の平均。

出所: 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

補足：日本の子育て・女性社会参加促進に関わる制度の変遷

日本では戦後1945年に初めて女性に参政権が認められ、1946年の衆議院選挙で初めて女性が投票し、女性国会議員が誕生した。雇用面では、1985年に「男女雇用機会均等法」が成立し、募集、採用、配置、昇進について女性を男性と均等に扱う「努力義務」が企業に課せられた。

1990年代に入ると、人口高齢化・少子化が社会問題として広く認識され、政府も子育てや女性の社会進出促進に関する制度を次々と導入した。特に1999年に導入された「新エンゼルプラン」では、保育などの子育て支援サービスの拡充、仕事と子育て両立のための環境整備の他、固定的な性別役割や職場優先の企業風土の是正も政策の柱と位置付けられた。

育児休業に関する制度は、当初1972年に制定されたが、これは女性が申し出た場合は一定期間、育児のために休業を認めるもので、企業の努力義務とされ、法的拘束力はなかった。1992年に施行開始した育児休業法では、男女ともに子供が1歳になるまで育児休業取得が可能となり、画期的な制度とされたが、初期段階では休業中の給付はなく、無給だった。

育児休業中の給付金は1995年に開始、当初の給付率は(育児休業前の給与の)25%だった。その後、育児休業取得期間、給付率は段階的に拡大し、特に、2014年の改定では、男女ともに育児休業が取得しやすいよう、当初6ヵ月間の給付率が給与の50%から67%に引き上げられた。休業期間は現在最大で子供が2歳になるまで延長されている。また、2022年には父親が産後直後に家庭の支援ができるよう、育児休業とは別に、産後8週間以内に4週間を限度として2回に分けて取得できる「産後パパ育休(出産時育児休業)」が導入された。

この間、女性に負担がかかりやすい介護休業制度も導入され、給付金も育児休業と見合う給付率となっている。

女性活躍を促進する制度では、2016年に**女性活躍推進法**が施行され、就労状況・条件の男女差を解消し、男性の暮らし方や意識改革も進めて、女性が活躍できる社会にするための制度整備が進められている。2020年の改正では、女性雇用者比率、管理職比率、男女賃金格差、男女育児休暇取得率等、女性活躍の情報公開が強化されている。

企業面では、2005年に出産や子育てをサポートする企業として認定する制度、「くるみん」が、2015年に女性活躍推進企業を認定する「えるぼし」制度が導入され、子育てや女性活躍に対する**企業努力**が一層求められている。この間、2019年には労働基準法の働き方改革の一環として、時間外労働時間に上限が設けられ、労働時間短縮化の努力が進められている。また2023年の女性版「骨太の方針」では、上場企業に女性役員比率の数値目標が設定された。直近では、政府は上場・非上場を問わず従業員301人以上の企業を対象に、女性管理職比率の公表を義務付ける方針で調整に入った(2024年6月27日；日経)。

このように、1990年代は、子育て環境の整備・拡充が中心だったが、特にこの10年間は男性の育児参加、女性活躍や、社会の認識変化に政策の焦点がシフトしている。

図表 32：主な子育て、女性活躍に関する政策の変遷

1945	女性の参政権認められる
1972	最初の育児休業法：女性が申し出た場合は一定期間育児のための休業を認めるが、企業の努力義務の位置づけ
1985	男女雇用機会均等法成立
1991	レディース・ハローワーク事業開始
1992	育児休業法施行開始：男女共に子供が1歳になるまで育児休業取得が可。但し給付はなく、無給
1994	最初の子育て支援施策の計画「エンゼルプラン」策定
1995	育児休業給付金支給開始（給付率25%）
1999	介護休業給与給付支給開始
	新エンゼルプラン合意：制度の柱、1. 保育等子育て支援サービスの拡充、2. 仕事と子育て両立のための環境整備、3. 固定的な性別役割や職場優先の企業風土の是正
2001	育児休業給付、介護休業給付の給付率引き上げ（25%→40%）
2005	育児休業給付期間延長（1歳まで→最長1歳6ヵ月まで）
2005	「くるみん」制度開始：出産や子育てをサポートする企業を認定。育児休業取得率、男性の育児取得促進、柔軟な労働時間など
2007	育児休業給付の給付率引き上げ（40%→50%）
2009	育児・介護休業法改正：短時間勤務制度の導入義務付け、父母共に育児休業を取得した場合は育児休業を最大子供が1歳2ヵ月になるまで延長可等（100人以下の事業所は2012年から）
2010	高校授業料実質無償化
2012	東証・経済産業省が共同で女性活躍推進に優れた上場企業を「なでしこ銘柄」として選定
2014	育児休暇取得促進のため、育児休業給付の当初6ヵ月分の給付率引き上げ（50%→67%）
2015	女性活躍推進企業を認定する「えるぼし」制度開始
2016	女性活躍推進法施行：就労状況・条件の男女差を解消し、男性の暮らし方や意識改革も進めて、女性が活躍できる社会にするために導入。労働者数301人以上の事業主に、女性が活躍できる行動計画の策定・公表が義務づけ（労働者数101～300人以下の事業主への義務化は2022年）。
2017	育児休業期間延長（最長1歳6ヵ月→2歳） 介護のためにも時短制度が適用。介護を行う従業員への残業免除制度の導入義務付け
2019	幼児教育無償化（3-5歳） 労働基準法で働き方改革の一環として時間外労働に上限規制
2020	女性活躍推進法改正：女性活躍の情報公開を強化（女性労働者比率、男女賃金格差、男女育児休業取得率など）
2022	「産後パパ育休」導入：父親が産後直後に家庭の支援ができるよう、育児休業とは別に、産後8週間以内に4週間を限度として2回に分けて取得可
2023	「女性版骨太の方針2023」決定：東京プライム市場の上場企業を対象に数値目標、(1)2025年を目途に女性役員を1人以上選任、(2)2030年までに女性役員比率を30%以上に
2024	2024年度税制改正で、大企業のうち従業員2000人以下の法人ではプラチナえるぼしまたはプラチナくるみん取得企業は法人税税額控除率が5%加算

出所：厚生労働省、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

株式・ストラテジーチームのインターンであるWillem van der Meeの寄与に感謝する。

Related research

**Women (Still) Hold Up Half the Sky**

20 Jun 2023

We wrote the first paper on Women Hold Up Half the Sky in 2008, stating at the time that the old Chinese proverb was more aspiration than fact. In developed and developing countries alike, gender gaps persist in education, health, work, wages and political participation. Looking at these issues afresh, we find that shrinking working age populations mean that it is now more important than ever to utilise the full resources women have to offer (and to reward them fully). We estimate that even just halving the pay and employment gap between men and women could raise the level of GDP across DM and EM by between 5% and 6%.

**Black Womenomics — Equalizing Entrepreneurship**

9 Feb 2022

Black women make less in the labor market and face job-related economic disadvantages driven by systemic and individual discrimination that are compounded by the intersectionality of gender. Private business ownership contributes significantly to earnings and wealth inequality. Yet, Black women are underrepresented in business ownership. This study focuses on the entrepreneurship gap of Black women, some of the core broader economic and social factors driving it and implications for earnings, wealth and economic mobility.

**Black Womenomics**

9 March 2021

The economic and business case for diversity will only grow as US demographics and the labor force are set to become increasingly racially and ethnically diverse over the coming decades. Yet, due to complex historical factors and ongoing discrimination, Black Americans and especially Black women remain heavily disadvantaged across a broad range of economic measures, including wealth, earnings, and health.

**Investing in EM Womenomics**

29 Nov 2021

Recent years have seen a surge of interest in investing for social and environmental impact, including across emerging markets. One aspect of social impact investing concerns the role of women in the economy, and here we look at the empirical question of investing based on gender equality in emerging economies in the context of the EM sovereign USD bond market. Specifically, we construct a Womenomics Index across EM sovereigns based on five factors: education, labour, agency, women in power and health.

**Womenomics: Europe moving ahead**

13 Oct 2020

In Europe there are some tantalising signs of progress on women's contribution to the economy: most notably, participation rates for women in the workforce have risen dramatically and continue to move up. In many European countries they are now above rates in the US.

More related research

- [Japan Economics Analyst: Pulse Check on Womenomics Amid Deteriorating Fertility](#) (30 Aug 2022)
- [What Japan's Womenomics Tells Us About Demographic Strategy in Asian Nations](#) (22 Jun 2021)
- [Womenomics in Australia – Some Progress, but More Potential](#) (26 Nov 2019)
- [Japan Portfolio Strategy: Womenomics 5.0: 20 Years On](#) (16 April 2019)
- [Japan: Portfolio Strategy: Womenomics 4.0: Time to Walk the Talk](#) (6 May 2014)
- [Japan: Portfolio Strategy: Womenomics 3.0: The Time Is Now](#) (1 Oct 2010)
- [Women Hold Up Half the Sky](#) (4 March 2008)
- [Womenomics: Japan's Hidden Asset](#) (19 Oct 2005)
- [Women-omics: Buy the Female Economy](#) (13 Aug 1999)

Related baskets

- Europe Womenomics ([GSSTWOMN](#))
- Japan Womenomics ([GSJPWMN2](#))

ウーマノミクス関連日本語レポート一覧

日本経済アナリスト: 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
日本経済アナリスト: 日本のウーマノミクスからアジア諸国の人口政策に対するインプリケーションを引き出す	2021年6月1日
The Bigger Picture: ブラック・ウーマノミクス	2021年3月10日
Global Strategy Paper: ウーマノミクス: 前進する欧州	2020年10月13日
Japan Portfolio Strategy: ウーマノミクス5.0: 20年目の検証と提言	2019年4月16日
日本: ポートフォリオ戦略リサーチ: ウーマノミクス 4.0: 今こそ実行の時	2014年5月9日
日本: ポートフォリオ戦略: ウーマノミクス3.0: 待ったなし	2010年10月6日
天の半分は女が支える	2008年3月14日
ウーマノミクス: 日本の含み資産	2005年10月19日
「ウーマノミクスが買い」	1999年8月17日

付属開示事項

レギュレーションAC

私達、シャロン・ベル、CFA、田中 百合子は、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

Other disclosures

The Bigger Picture is a publication series from Goldman Sachs Global Investment Research devoted to longer-term economic and policy issues, which complements our more market-focused analysis.

Marquee disclosure

Marquee is a product of Goldman Sachs Global Banking & Markets. Any Marquee content linked in this report is not necessarily representative of GS Research views. If you need access to Marquee, please contact your GS salesperson or email the Marquee team at gs-marquee-sales@gs.com.

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、本資料の初めに記載された最初のアナリストが、同項が定義する、本資料の内容に主たる責任を負う、ブラジルで資格登録されたアナリストとなります。カナダ：この情報は情報提供のみを目的として提供されており、いかなる状況においてもゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーによるカナダの証券購入者へのカナダの証券を取引するための広告、募集売り出し、または勧誘として解釈されるべきではありません。ゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーは、適用されるカナダの証券法上カナダのいかなる法域においてもディーラーとして登録されておらず、通常カナダの証券の取引は許可されていません。カナダの法域によっては特定の証券や商品の販売が禁止されている場合があります。カナダの証券またはその他の商品のカナダでの取引をご希望される場合は、ゴールドマン・サックス・グループ・インクの関連会社であるゴールドマン・サックス・カナダ・インクまたは登録されたカナダのディーラーに連絡してください。香港：本資料に記載された、当社アナリストが調査対象としている企業の有価証券に関し、さらに詳しい情報が入用の際には、ゴールドマン・サックス(アジア)L.L.C.にお問い合わせください。インド：本資料に記載された企業に関しさらに詳しい情報が入用の際には、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入用の際には、ゴールドマン・サックス(アジア)L.L.C. ソウル支店までお問い合わせください。ニュージーランド：ゴールドマン・サックス・ニュージーランド・リミテッドおよびその関連会社は(Reserve Bank of New Zealand Act 1989で定義される)「登録銀行」でも「預金受入機関」でもありません。本資料および本資料の入手や利用は、ゴールドマン・サックスが別段に合意した場合を除き、Financial Advisors Act 2008で定義されている”wholesale clients”のみを対象としています。オーストラリアおよびニュージーランドのゴールドマン・サックスにおける利益相反に関する開示事項は <https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html> をご覧ください。ロシア：ロシア連邦で配布される調査リポートは、ロシア法で定義される広告ではなく、商品の宣伝を主目的としない情報・分析に該当するものであり、ロシアの資産評価に関する法の意義の範囲内における評価を提供するものではありません。調査リポートは、ロシア法ならびに規制に基づく個人向けの推奨を構成するものではありません。また、特定のお客様に向けたものではなく、お客様の財務状況、投資プロファイルまたはリスクプロファイルを分析することなく作成したものです。本資料に基づくお客様やその他の投資行動について、ゴールドマン・サックスは一切の責任を負いかねます。シンガポール：本資料に関するあらゆる

事柄については、シンガポール金融管理局の規制を受け、本資料の法的責任を負っているゴールドマン・サックス(シンガポール)Pte. (Company Number: 198602165W)までお問合せください。 **台湾**：本資料は情報提供のみを目的としたものであり、当社の承諾なしに転載することはできません。投資に際しましては、各自の投資リスクを慎重にご検討ください。投資の結果につきましては個々の投資家が責任を負うものとします。 **英国**：英国金融行動監視機構の規則において個人投資家の定義に該当するお客様は、本資料を本資料で取り上げた、当社アナリストが調査対象としている企業に関する過去のゴールドマン・サックス・リポートと関連してお読みいただき、ゴールドマン・サックス・インターナショナルから送られたリスク警告を参照して下さい。これらのリスク警告の写しや本資料で使用した金融用語の用語解説をご希望の方は、ゴールドマン・サックス・インターナショナルまでお問い合わせ下さい。

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

グローバル調査資料：配布機関

ゴールドマン・サックスのグローバル・インベストメント・リサーチは、全世界でゴールドマン・サックスのお客様向けに調査資料の発行と配布を行っています。世界各地のゴールドマン・サックスのオフィスに勤務するアナリストは、業界および企業、マクロ経済、為替、市況商品、ポートフォリオ戦略に関する調査資料を発行しています。本資料の配布については、オーストラリアではゴールドマン・サックス・オーストラリアPtyリミテッド(ABN 21 006 797 897)が、ブラジルではゴールドマン・サックス・ドゥ・ブラジル・コレトラ・デ・ティツロス・エ・ヴァロレス・モビリアリオ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(マドリッド支店)が調査資料を配布します；GSI - Sweden Bankfilial(ストックホルム支店)はSwedish Securities and Market Act (Sw. lag (2007:528) om värdepappersmarknaden)第4章4項に基づきSFSaより「第三国支店」として認可されており、スウェーデン王国内で調査資料の配布を行います。ドイツで法人化された金融機関であり、単一監督メカニズム内で欧州中央銀行の直接のブルーデン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(マドリッド支店)が調査資料を配布します；イタリアでは、関係する適切な範囲内でイタリア銀行(Banca d'Italia)およびイタリア証券取引委員会(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa “Consob”)の国内での監督対象となるGSBE - Succursale Italia(ミラノ支店)が調査資料を配布します；フランスでは、AMFとACPRの監督対象となるGSBE - Succursale de Paris(パリ支店)が調査資料を配布します；スウェーデン王国では、限られた範囲でSwedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen)の国内での監督対象となるGSBE - Sweden Bankfilial(ストックホルム支店)が調査資料を配布します。

一般的な開示事項

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

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

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

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

当社主催のコンファレンスで、当社の他の部門の従業員を含む、サードパーティのスピーカーが示す見解は、必ずしもグローバル・インベストメント・リサーチの見解を反映したものではなく、また当社の公式見解でもありません。

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

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

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

本資料は売却・購入が違法となるような法域での有価証券の売却もしくは購入を勧めるものではありません。本資料は個人向けの推奨を構成するものではなく、また個々のお客様の特定の投資目的、財務状況、もしくは要望を考慮したものでもありません。お客様は、本資料のいかなる意見または推奨に基づき投資行動をとる場合でも、その前にそれらの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係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.fiadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures_1/fia-uniform-futures-and-options-on-futures-risk-disclosures-booklet-pdf-version-2018を通じて入手可能なオプションおよび先物に関する最新の開示資料をよくお読みください。オプションの買いと売りを組み合わせるスプレッドなどのオプション戦略では取引コストがかなり高くなる場合があります。関連資料をご希望の方はお申しつけください。

グローバル・インベストメント・リサーチが提供する異なるレベルのサービス：グローバル・インベストメント・リサーチが提供するサービスのレベルならびに種類は、コミュニケーションを受け取る頻度や手段に関するお客様のご要望、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、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第三者の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。