

日本経済アナリスト

2022年の日本経済：内需主導で漸く正常化へ

GS MACRO OUTLOOK 2022

Explore >

- 日本の実質GDP成長率は、2020年に-4.6%(年度では-4.4%)と大きな落ち込みを記録した後、2021年の2.3%(同3.3%)に続き2022年も2.8%(2.7%)と回復が続き、漸く正常化へ向けて本格的に足を踏み出すと予想する。2022年の日本経済を主導するのは消費、次いで設備投資となるだろう。
- 日本のワクチン接種率は、欧米の水準を超えた後も依然として上昇し、感染状況も大きく改善している。活動制限は徐々に緩和され、人々のモビリティも改善しつつある。これは、家計の「強制貯蓄」が、2021年Q4以降消費に向かう環境を提供することになるだろう。ただし、供給ボトルネックにより一部の財の消費回復が遅れるリスクがある点には要注意だ。
- 当社では、引き続き設備投資には強気な見通しを持っている。特に、経済環境が正常化して行くに連れて人手不足問題が再浮上し、非製造業を中心にデジタル投資を迫られるといった構造的な誘因が設備投資全体を支える展開を予想する。製造業でも、スマート・ファクトリー等への移行を目指した設備投資需要が伸びそうだ。政府のデジタル化スタンスも重要な鍵を握るだろう。
- この間、生産と輸出は、2021年Q3に自動車を中心とするサプライチェーンの混乱を主因に、一旦大きく調整した。これは一時的な需給インバランスによるものであり、いずれは解消されるべきものだが、短期的には生産・輸出にとっては重石となる可能性がある。この他、中国経済の失速は、2022年を中心に生産・輸出に下押し圧力をもたらす。
- 物価については、原油価格上昇や経済再開を主因に、コア・インフレ率は一時1.5%近くまで上昇すると予想しているが、いずれにせよ欧米対比で上昇はかなり限定的だ。テクニカルな要因もあるが、より本質的な背景要因として、国際比較で顕著に弱い賃金トレンドを所与として、日本企業が値上げに消極的な点を挙げることができる。
- 岸田政権は、現金給付を含む35兆円程度の財政支出を検討している模様だが、実際のGDP押し上げ効果は10兆円に届かないのではないかと懸念する。一方、日銀は2022年を通じてイールドカーブ・コントロールを維持すると予想する。国債とリスク資産の事実上のテーパリングも、これまでと同様に着実に進められるだろう。

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

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

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

2022年の日本経済：内需主導で漸く正常化へ

当社では11月8日付けで2022年以降の経済予測をアップデートした。今回は、これまで通り先行き数年間の詳細な見通しに加えて、GDP成長率やインフレ率、政策金利等の主要項目については10年程度の長期的な見通しも公表している。以下では、2022年を中心とするグローバル経済の全体観を述べた後、日本経済を詳細に見る。そして最後に、日本の長期見通しにも言及する。

グローバル：主要国の多くで減速するが、それでも高い成長を維持まず、2021年のグローバル経済の成長率は6.0%程度での着地を見込んでいる(図表 1)¹。ちょうど1年前の予測と比較すると、市場コンセンサスよりも高いが、ほぼ当社予測通りの結果となっている。既に多くの主要国では、コロナ禍からの歴史的なハイ・ペースでの回復フェーズは過去のものとなり、今後も減速が予想されるものの(図表 2左)、当社ではそれでも2022年のグローバル成長率は4.5%と、潜在成長率を1%以上上回る強い成長を予想している(図表 1)。

当社の建設的な見通しの背景には、①グローバルにワクチン(ブースター接種を含む)に対するアクセスが改善していることに加えて、新たなコロナ治療薬の認可・流通などを通じて、医療環境の更なる改善が予想されること、②先進国を中心に強制貯蓄が依然として大きく、これが経済正常化が更に進んだ際にペントアップ需要の原資として機能すること、③サプライチェーンが正常化するに連れて、製造業を中心に在庫の再構築が図られること等がある。

具体的には、先進国では、米国が2021年の5.5%から2022年は3.9%へ、ユーロ圏では同5.2%から4.4%への減速を予想する一方、日本では2.3%から2.8%への加速を予想する(ただし年度ベースでは、3.3%から2.7%へと減速)。エマージング諸国では、中国で2021年の7.8%から2022年は4.8%へと比較的大きな減速を予想しているが、これは住宅市場等での逆風に加えて、政策的な下支えが従来想定よりも小幅なものに止まること等を織り込んだ結果だ。この他、ブラジルも金融環境の大幅な悪化を受けて、4.9%から0.8%への大幅な減速を見込んでいる。逆にインドでは、キャッチアップ・ポテンシャルの高さから成長率は8.0%から9.1%への加速を予想している。

この間、2021年中の最大のサプライズは財主導でのインフレ率の高騰だった。特に米国では、テーパリングの終了が予想される2022年半ばでも、コアPCEインフレ率はピークアウトしているとはいえ、依然として前年比3%を上回っている可能性が高い(図表 2右)。これを受けて米国経済調査チームでは、Fedの利上げ開始時期を従来予想から1年前倒しし、2022年7月へと変更した。2回目の利上げは11月と予想しているが、供給ボトルネックが解消するに連れて財価格の正常化が予想されることから、その後は年2回程度の比較的緩やかな利上げペースを想定している。

そしてFedが利上げに着手する以前から、英国やカナダ等では、政策金利の正常化が開始されると予想する。対照的に、ユーロ圏やオーストラリアでは、利上げからは依然として距離があり、市場でのタカ派的な織り込みはやや行き過ぎていると、当社では考えている。

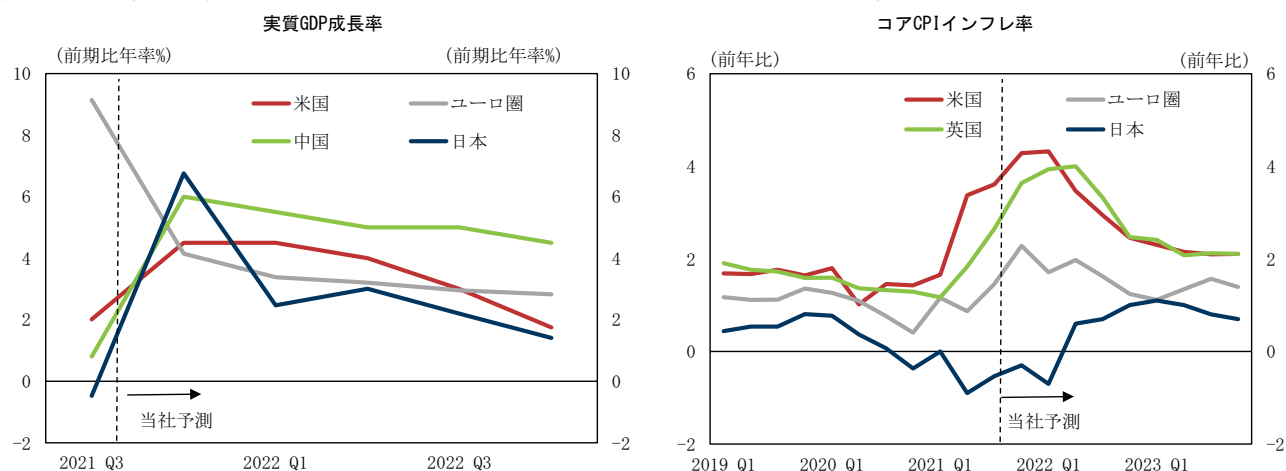
¹ ヤン・ハチウス、ダーン・ストルーベン「GS Macro Outlook 2022: The Long Road to Higher Rates」Global Economics Analyst (2021年11月8日)を参照。

図表 1: 2022年のグローバル経済は、減速するが成長率を維持
グローバル経済・実質GDP成長率予測

	2020年	2021年		2022年		2023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	-3.4	5.5	5.7	3.9	4.0	2.1	2.4
日本 (暦年)	-4.6	2.3	2.4	2.8	2.6	1.6	1.3
(年度)	-4.4	3.3	3.3	2.7	2.8	1.4	1.4
ユーロ圏	-6.5	5.2	5.1	4.4	4.3	2.4	2.1
ドイツ	-4.9	2.9	2.8	4.0	4.3	2.4	2.0
フランス	-8.0	6.9	6.1	4.5	4.0	2.4	2.2
イタリア	-9.0	6.4	6.1	4.5	4.3	2.1	1.9
スペイン	-10.8	4.5	5.5	6.5	5.8	3.9	3.1
英国	-9.7	7.1	7.0	5.3	5.0	2.3	2.0
アジア	-1.3	6.3	6.1	5.4	5.1	4.6	4.6
中国	2.3	7.8	8.1	4.8	5.5	4.6	5.4
インド	-7.0	8.0	8.0	9.1	7.8	6.4	6.5
韓国	-0.9	4.0	4.0	3.4	3.0	2.5	2.5
オーストラリア	-2.4	3.9	3.8	4.2	3.7	2.5	3.0
ブラジル	-4.1	4.9	5.0	0.8	1.8	2.2	2.3
ロシア	-2.9	4.4	4.3	3.1	2.5	2.9	2.1
先進国	-4.9	5.1	5.2	4.0	3.9	2.2	2.3
新興国	-1.9	6.7	6.4	4.9	5.1	4.3	4.8
世界	-3.2	5.9	6.0	4.5	4.5	3.4	3.6

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 2: GDP成長率は緩やかに減速、欧米のインフレ率は2022年中にピークアウトも高止まり



コアインフレ率は、米国はコアPCEインフレ率、日本は新コアCPI。

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

日本：内需主導で潜在成長率を上回る堅調な展開を予想

図表 3に日本経済予測の詳細を示した。実質GDPに関しては、暦年ベースでは、2020年の-4.6%から2021年には2.3%へと反動増を記録した後、2022年には2.8%と加速し、潜在成長率(0.7%)を上回る堅調な成長を展望している。一方、年度ベースでは、2020年度の-4.4%から2021年度が3.3%、2022年度が2.7%となる。

主要項目別に見ると、2021年はグローバルな財需要の顕著な高まりを主因に、純輸出の寄与が、2020年の大幅な落ち込みから一定の反動が見られた消費とともに目立っていた(図表 4)。しかし2022年は消費の寄与度が群を抜き、次いで設備投資と内需主導の成長を予想している。一方、コア・インフレ率(生鮮食品を除く)は、足元のほぼゼロ近傍から前年比1%台半ばに向けて上昇した後、減速を予想している。

為替レートについては、ドル円レートは当社年末予測の115円から2022年末には111円へと、最近急速に進んだ円安ドル高化が緩やかに巻き戻される姿を想定している²。

図表 3: 日本経済は、潜在成長率を上回る堅調な回復が続く

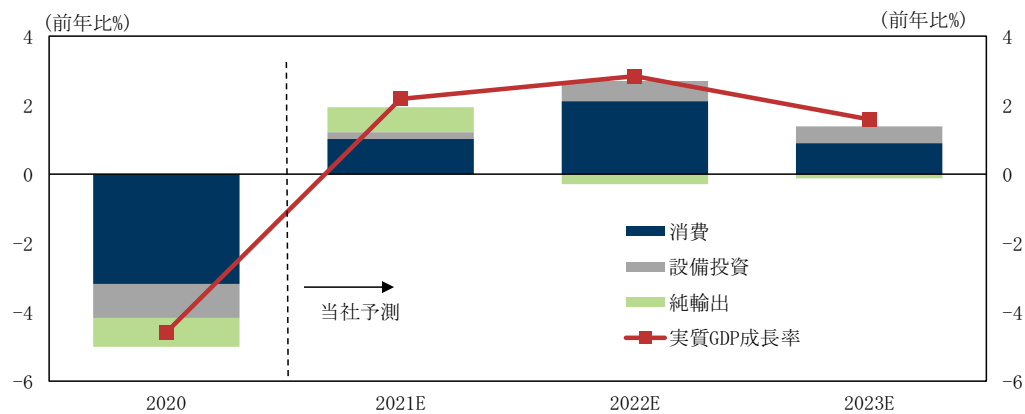
日本経済・実質GDP成長率予測

	年度				暦年			
	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
実質GDP (前年比)	-4.4	3.3	2.7	1.4	-4.6	2.3	2.8	1.6
消費支出	-5.8	3.6	3.5	1.4	-5.8	2.0	4.0	1.7
設備投資	-6.8	4.1	3.1	3.0	-6.0	1.5	3.6	3.0
住宅投資	-7.2	2.9	1.3	0.1	-7.1	0.6	2.4	0.3
民間在庫 (寄与度)	-0.2	-0.4	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.2	0.0
輸出	-10.4	12.3	6.3	4.7	-11.7	11.1	6.5	5.0
輸入	-6.8	8.7	7.7	4.7	-7.3	6.4	8.0	5.5
政府消費	3.4	2.1	2.0	0.7	2.8	2.5	2.0	1.0
公的固定資本形成	4.2	-2.0	2.1	1.2	3.6	-0.9	1.4	1.3
名目GDP (前年比)	-3.9	1.4	3.0	2.2	-3.8	0.9	2.4	2.5
鉱工業生産 (前年比)	-9.5	7.8	11.8	6.5	-10.6	6.7	10.7	7.5
コアCPI (前年比)	-0.5	0.1	1.3	0.7	-0.2	-0.1	1.1	0.8
新コアCPI (前年比)	0.0	-0.6	0.9	0.8	0.2	-0.4	0.4	0.9
失業率 (%)	2.9	2.9	2.7	2.6	2.8	2.9	2.7	2.6
経常収支 (兆円)	16.3	12.4	10.0	11.4	15.9	15.5	10.0	11.0
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
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)	110.6	115.0	111.0	107.0	103.2	115.0	111.0	107.0
ユーロ円レート (期末値)	129.9	133.4	131.0	130.5	126.2	133.4	131.0	130.5

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: 2022年以降、消費と設備投資が日本経済を牽引

消費、設備投資、純輸出の実質GDP寄与度



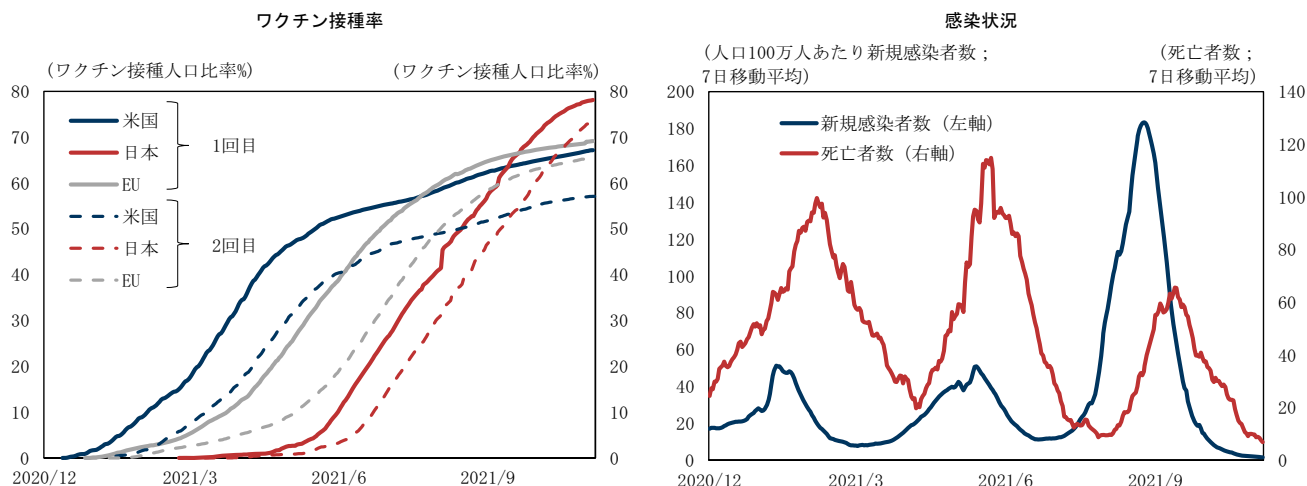
出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

² ザック・パンドル他「Refreshed Forecasts」Global FX Trader (2021年11月5日) を参照。

消費は経済再開で2021年終盤から回復

まずは消費から見て行こう。ワクチン接種率は欧米の水準を超えた後も上昇を続け、1回目接種率はほぼ80%、2回目も75%近くとなっている(図表 5左)。同時に、新規感染者数は年初来ではボトムに達し、死亡者数も低下し続けている(図表 5右)。

図表 5: ワクチン接種率は依然として上昇し、感染状況も大幅に改善



出所: Our World in Data, 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

感染状況の改善に伴って、政府は9月末に緊急事態宣言を解除した。イベントを中心に規制は依然として残っているものの、宣言解除を受けて当社ロックダウン指数は大きく改善し、人々のモビリティも徐々に回復してきている(図表 6左)。ロックダウン指数は、各政府が課すソーシャル・ディスタンス等の行動制限と実際の人々のモビリティの合成指数であり、0から100までの値をとる(正常状態が0)。

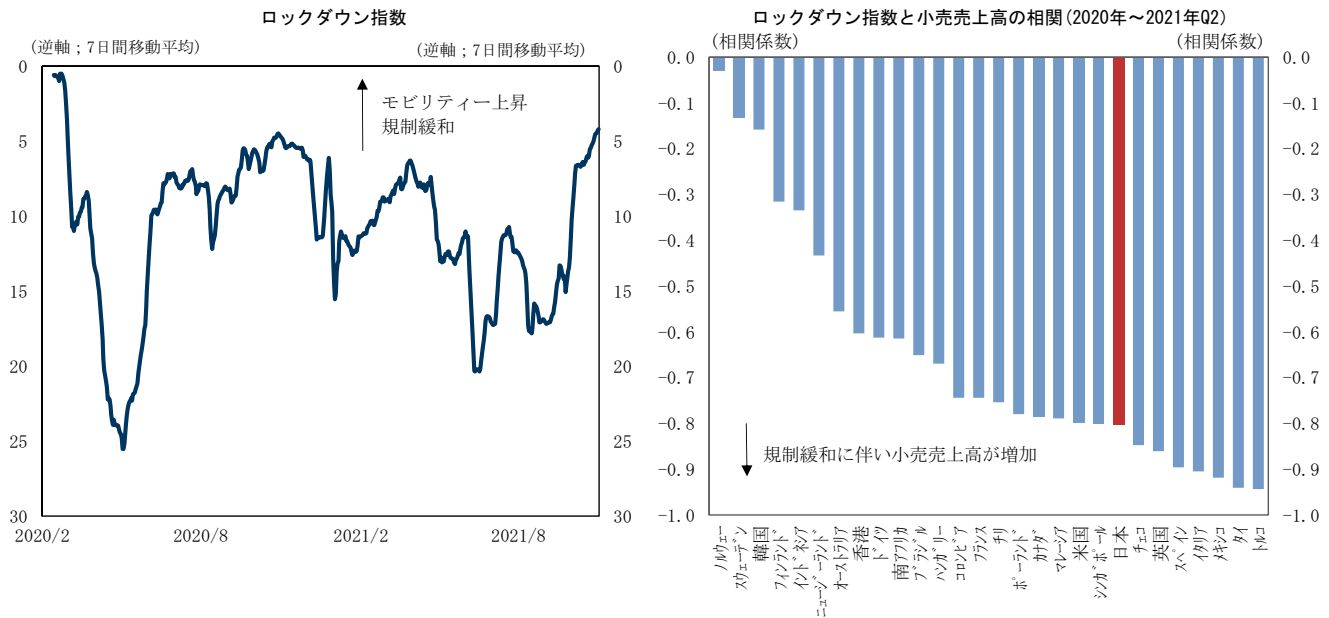
当社クロスカントリー分析によると、このロックダウン指数は財を中心とする小売売上と負の相関関係にある(図表 6右)³。つまり、規制が解除に向かい人々のモビリティが回復すると、財を中心に消費が活発化する。相関の強さは国によって区々だが、28のサンプル国の中では、日本の相関関係はかなり高い。また、ロックダウン指数は、サービス消費とも一定の相関関係を有する(図表 7)。

加えて当社既報のとおり、家計はコロナ禍による消費機会の喪失と政府による各種所得移転等の結果、2021年6月末時点で34兆円もの強制貯蓄を積み増しており、この貯蓄は経済活動が完全に正常化するまで今後も増加し続ける(図表 8)⁴。当社では、強制貯蓄から顕現化するペントアップ消費を合計6兆円(最初の1年間で3兆円程度)と推計している。両者の乖離は、主として、①日本の家計預金は一旦固定化すると消費支出に回されなくなる強い傾向がある点や、②家計が老後資金確保等に向けた貯蓄需要を高めている点、③ペントアップ消費の多くを占めると予想されるサービス消費は、財消費と比べて時間制約や季節性の影響を強く受ける点に起因している。

³ グフン・クォン、アイリン・チョイ「Reopening Should Be Good, Not Bad, for Asia's Goods Exports」Asia in Focus (2021年10月24日)を参照。

⁴ 馬場直彦・田中百合子「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。

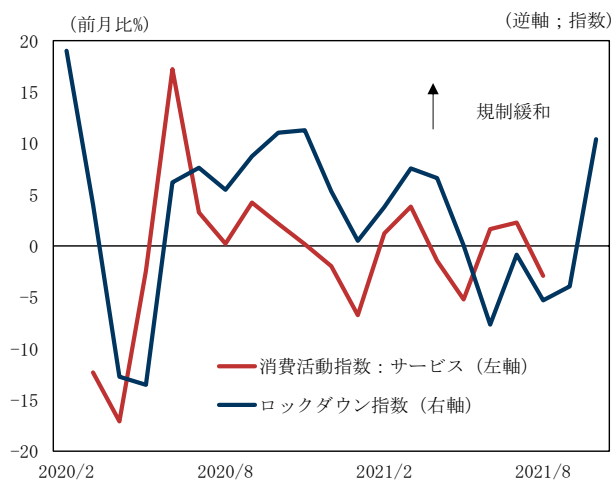
図表 6: 規制の段階的な解除とモビリティの回復は、消費回復を促す



https://www.google.com/covid19/mobility/ アクセス 11/9/2021。

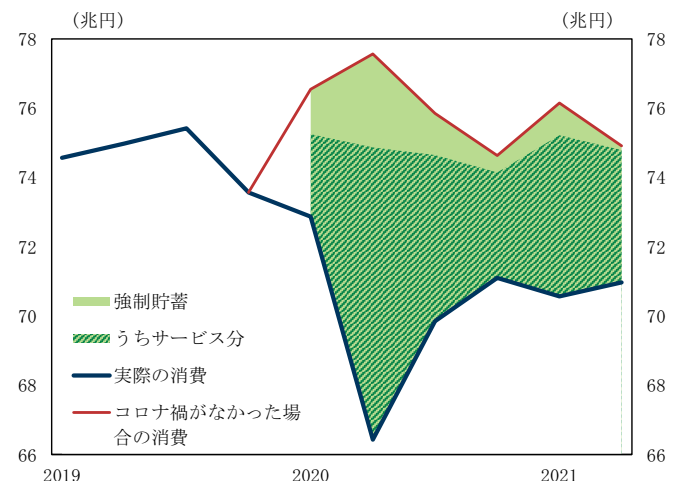
出所: University of Oxford (covidtracker.bsg.ox.ac.uk), Google社のコミュニティ・モビリティ・レポート, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 7: ロックダウン指数はサービス消費とも一定の相関
ロックダウン指数とサービス消費



出所: 日銀, University of Oxford (covidtracker.bsg.ox.ac.uk), Google社のコミュニティ・モビリティ・レポート, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 8: 強制貯蓄は30兆円を超え、更に増加中
強制貯蓄の推計値



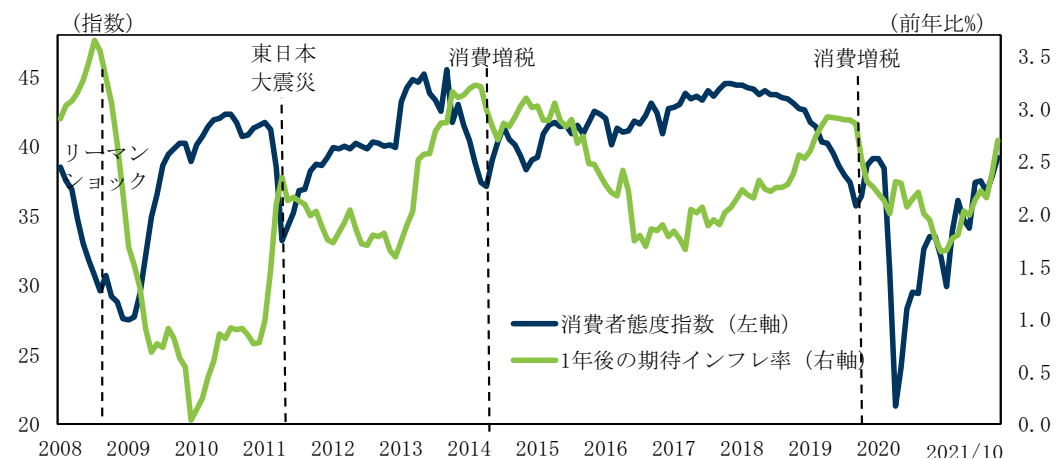
出所: 内閣府, 日銀, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

この間、原油を中心とするコモディティ価格上昇や円安を通じるコストプッシュ・インフレによる消費の下押し圧力を警戒する声がある。確かに歴史的に見れば、原油価格高騰や大幅な円安局面、そして消費増税前などでは、消費者の期待インフレ率が上昇し、消費者コンフィデンスは悪化するという経験則が見られた(図表 9)。しかし今次局面では、期待インフレ率の着実な上昇にもかかわらず、消費者コンフィデンスは堅調に回復している。上述した強制貯蓄の積み上がり、家計のコストプッシュ・インフレに対する許容度を上昇させている可能性が高いと、当社では考えている。

更に、ストックとしての貯蓄を原資とするペントアップ消費の他にも、消費性向の回復（原資はフローの可処分所得）を通じる消費増加効果も期待できる。今後も感染リスクやそれに対する政府対応などを巡って不確実性は高いが、当社ではこれらを総合的に勘案して、2021年Q4から2022年にかけて、消費の力強い回復を見込んでいる。また岸田政権が検討している現金給付等も2022年Q2以降の消費回復をサポートするだろう（後述）。

追加的なリスクファクターとして、当社が警戒しているのは以下の2点だ。これらの影響は一定程度、消費予測に既に織り込まれているものの、注意深くウオッチする必要がある。第1に、需要は旺盛であっても、サプライチェーンの混乱（後述）に伴う自動車等の財不足が、2021年Q4を中心に、消費の先送りを助長するリスクがある。第2に、オンライン会議の普及による出張頻度の低下や在宅勤務の（部分的な）定着といった、コロナ禍によるライフスタイルの変化も、サービス消費を中心に構造的な下押し圧力を与える可能性がある。

図表 9：最近では、期待インフレ率の上昇にもかかわらず消費者コンフィデンスは改善中
消費者態度指数と1年後の予想物価上昇率



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

設備投資：デジタル投資を中心に活発化

設備投資はコロナ禍の最悪期(2020年Q2)から、企業マインドの改善とともにいち早く立ち上がってきた(図表 10)。また日銀短観を見ると、企業の設備判断DIは、製造業・非製造業ともに設備過剰領域を早くも脱しつつあるほか、設備投資計画も強い(図表 11、図表 12)。

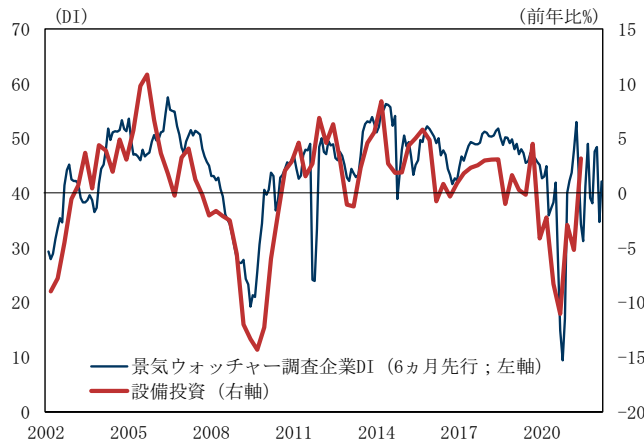
コロナ禍で、多くの企業はリモート・ワーク等の基本的な設備不足を露呈し、それを解消する必要性に迫られているが、それだけではない。今後徐々に経済が正常化へと向かう中で、能動集約的な非製造業を中心とした人手不足に対するデジタル対応という、構造的な設備投資インセンティブが再び台頭するはずだ(図表 12右)⁵。

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。実際、2021年度のソフトウェア投資計画は過去に例を見ない程、強気なものとなっている(図表 12右)。

⁵ 馬場直彦「デジタル化は待ったなし(パート1：企業編)」日本経済アナリスト(2021年9月24日)を参照。

政府も9月に「デジタル庁」を設立し、今後ワクチン接種証明書のデジタル化やマイナンバーカード機能のスマートフォン搭載を含めた政府機能のデジタル化に本格的に乗り出すが、これも企業の設備投資行動にポジティブな波及効果をもたらすと、当社では予想している⁶。加えて岸田首相は、「デジタル田園都市国家構想」を成長戦略の中軸として掲げ、具体的な項目として、5G、テレワーク、自動車の自動運転、オンライン診療、リモート学習の普及等を挙げている。政府の取り組み方次第では、2022年以降の設備投資にアップサイド・リスクをもたらす可能性があるだろう。

図表 10: 企業マインドの改善も設備投資をサポート
企業マインドと設備投資



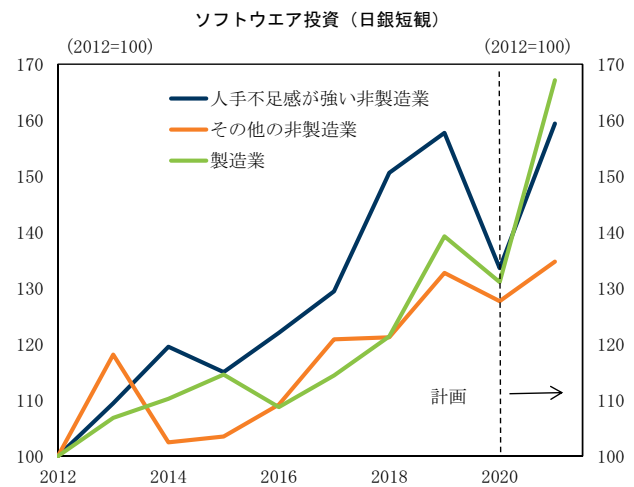
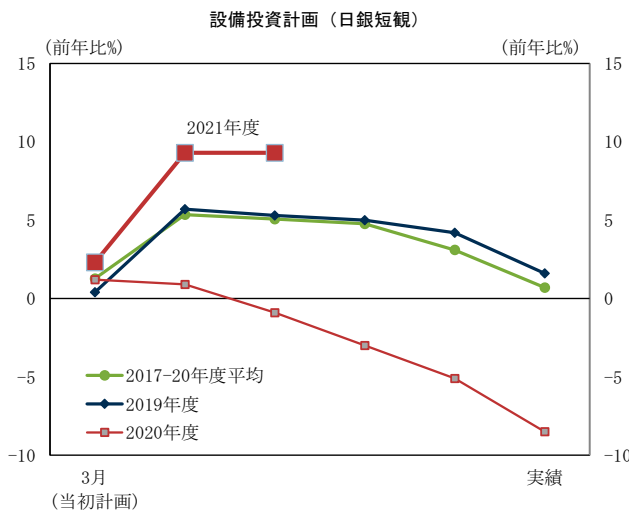
出所：内閣府，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

図表 11: 製造業・非製造業ともに、設備過剰感は急速に巻き戻されている
設備判断DI (日銀短観)



出所：日銀

図表 12: 企業は、ソフトウェア投資をはじめとして高い設備投資意欲を有している



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

⁶ 馬場直彦「デジタル化は待ったなし(パート2：政府編)」日本経済アナリスト(2021年10月14日)を参照。

生産・輸出：供給ボトルネックと中国経済の減速から下押し圧力を受ける

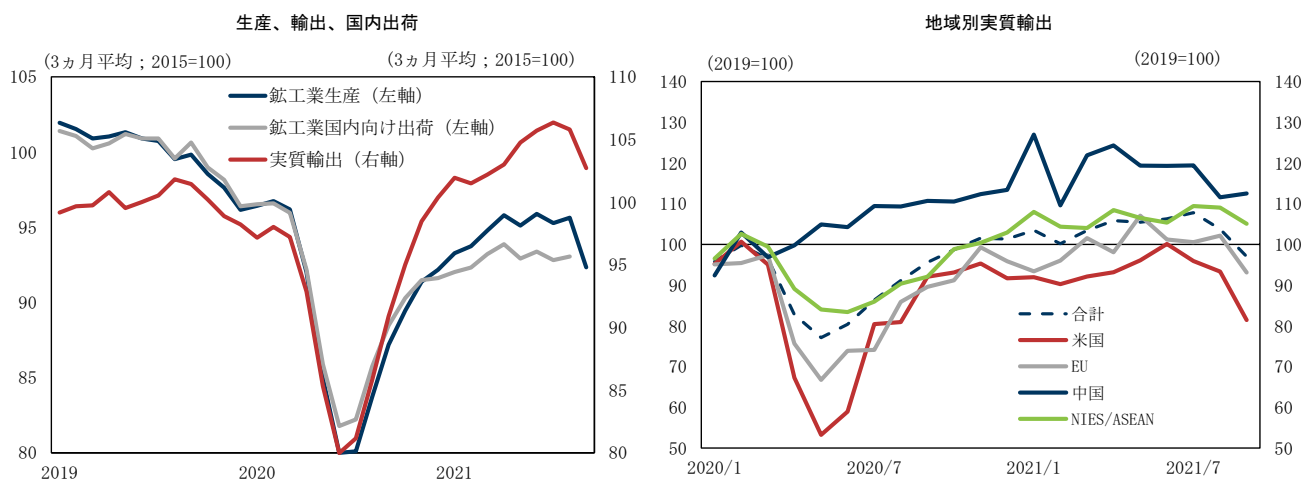
コロナ禍からV字回復を示してきた生産・輸出は、自動車を中心としたサプライチェーンの混乱を主因に、Q3に大きな調整を余儀なくされた(図表 13左)。輸出面では、米国向け自動車輸出の落ち込みとして最も顕著に現れている(図表 13右)。

従来から続くグローバルな半導体不足に加えて、夏場にかけて自動車部品の主な調達先であるマレーシアやベトナム等でデルタ株感染が広がった影響が大きい⁷。実際、両国の供給者納期指数(PMI製造業)は、最近まで大きな納期遅延を示していた(図表 14左)。製造業の在庫循環も、順調に在庫積み増し局面に入った後に、中間投入財不足等による生産遅延で在庫を積み増せないという、変則的な状態に陥っている(図表 15)。当社が2021年Q4の実質GDP成長率予測を、前期比年率+8.4%から+6.8%に下方修正した主因はここにある。

もっともこれらの国でも、最近ではワクチン接種が急速に進み、感染状況が改善するに連れて経済活動規制も徐々に緩和されてきている。これらを受けて納期遅延も最悪期を超えつつあるように見受けられる。またこうした供給ボトルネックの本質は、急激に増加する需要に対して、供給キャパシティが短期的にキャッチアップできないことに起因するものであり、当社では2022年央にかけて徐々に正常化へ向かうと見ている⁸。

経済産業省の生産予測も見て、輸送機械では、9月をボトムに10月以降強いリバウンドが見込まれている(図表 14右)。もっとも、この生産予測は実際には下振れることが多いことに加えて、サプライチェーンの問題は運輸面も含む裾野の広いものとなっている。そのため、今後も玉突きで新たなボトルネックが発生する可能性がある点には留意が必要だ。

図表 13: 供給制約を主因に輸出・生産は大きく減速

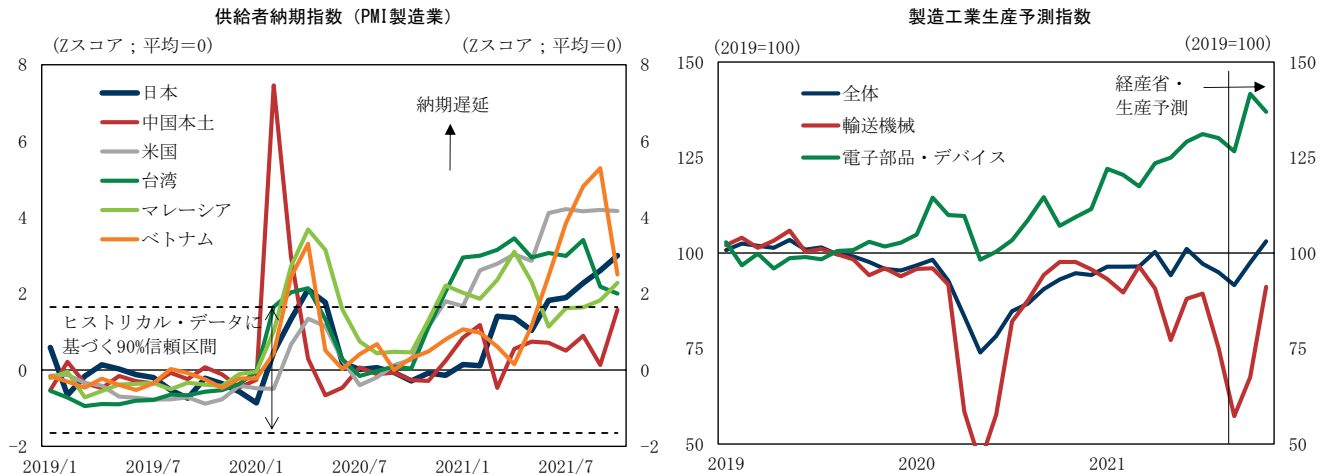


出所：経済産業省、日銀

⁷ 馬場直彦「海外発のサプライチェーン混乱による日本へのスピルオーバー」日本経済アナリスト（2021年6月1日）を参照。

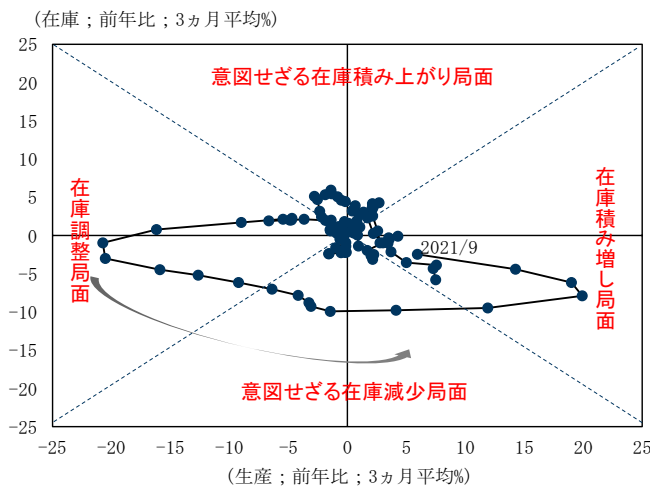
⁸ スペンサー・ヒル「サプライチェーン正常化のためのロードマップ」米国経済アナリスト（2021年10月26日）。

図表 14: 納期遅延は最悪期を超えた模様で、生産予測は今後自動車生産の強いリバウンドを示唆



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

図表 15: 供給制約で在庫を積み増せない状態が続いてきた製造業の在庫循環



出所: 経済産業省, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

そして今後の日本の生産・輸出を展望する上でより大きな影響を与えそうなのが、中国経済の減速だ。当社中国経済調査チームは、夏場以降、2021年後半と2022年の実質GDP成長率予測を大きく下方修正してきた⁹。具体的には、8月初と比較すると、2021年は+8.6%から+7.8%へ、2022年は+5.6%から+4.8%へと、累積的に引き下げている。

2021年夏場のコロナ感染悪化を除くと、エネルギー不足に起因する生産下振れや、住宅市場に対する規制強化が主な要因だ。既存の推計例では、中国のGDP成長率が1%ポイント下振れた際の日本のGDP成長率に対する貿易チャンネルを通じる直接的な影響は0.1%ポイント程度だが、企業マインド等を通じる間接的な影響も無視できず要注意だ¹⁰。

⁹ ヒュイ・シャン「中国のエネルギー制約 - さらにもう一つの成長ショック」アジア経済フォーカス(2021年9月28日)を参照。

¹⁰ アンドリュー・ティルトン他「龍との共存: 中国のアジア諸地域への波及効果を検証」アジア経済アナリスト(2018年8月21日)を参照。

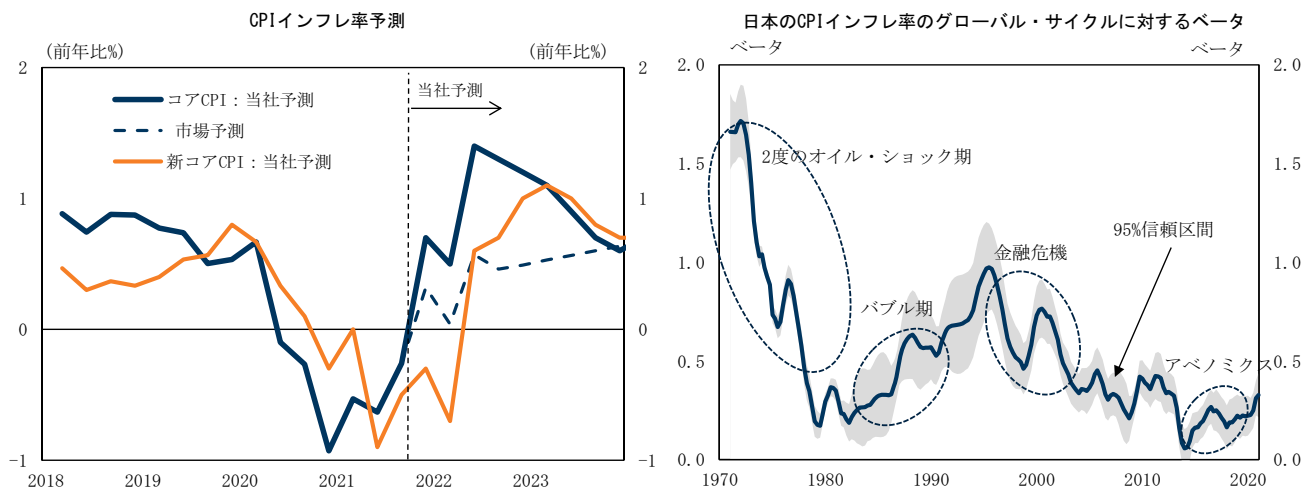
物価：コア・インフレ率は一時1%台半ば近くに達するが、その後減速を予想

この間、原油を中心とするコモディティ価格の上昇や、経済再開に伴う需要拡大等を受けて、当社ではコア・インフレ率の1.5%に向けた上昇を見込むが、米欧対比ではかなり限定的となるだろう(図表 2右、図表 16左)。期待インフレ率は、家計・企業ともに、実際のインフレ率の持ち直しと整合的にボトムアウトしているが、全体観としては依然として低位に止まっている(図表 17)。

日本の場合、元来グローバル・インフレ率との連動性が、長期的に大きく低下している上に(図表 16右)¹¹、短期的には、2021年8月の消費者物価・基準改定による率の下振れ(0.7%ポイント程度)や、政府主導の携帯通信料金の引き下げ等の固有のテクニカル要因が強く影響している。

この間米国では、飲食など低賃金セクターを中心に十分な労働が確保できないことから、賃金を引き上げることで労働供給インセンティブを高め、それが消費者向けサービス価格に転嫁されるケースが観察されている¹²。しかし日本では、企業はコロナ禍で戦後最悪の成長率の落ち込みを記録した2020年Q2でも、独自の休業制度等を利用して労働者を解雇せずに維持する、いわゆる「労働保蔵(labor hoarding)」を行ってきた。そのため、この賃金経由での物価上昇チャンネルはワークしそうにない¹³。

図表 16：インフレ率は上昇を見込むが、欧米対比では限定的と予想



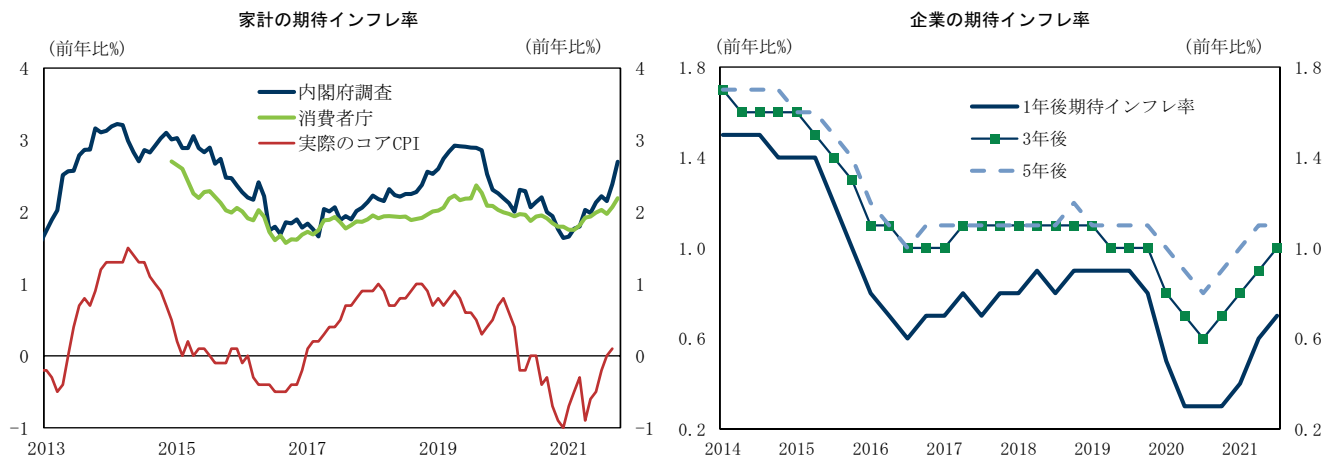
出所：総務省、JCER、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

¹¹ 馬場直彦「グローバル・サイクルに追従できない日本のインフレ率」日本経済アナリスト(2021年7月21日)を参照。

¹² スペンサー・ヒル「低賃金労働者の賃金上昇率はどれほど高いのか」米国デイリー(2021年9月30日)。

¹³ 馬場直彦「休業者急増のベネフィットとリスク」日本経済アナリスト(2020年6月25日)を参照。

図表 17: 期待インフレ率はボトムアウトしたが、全体的に依然低位

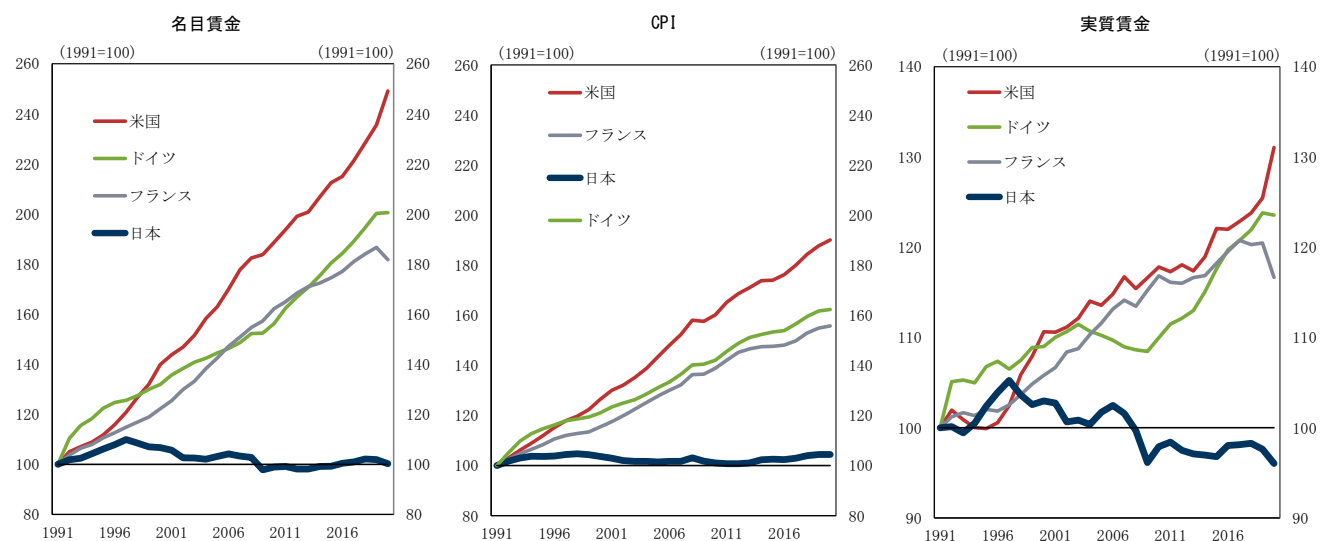


出所：内閣府，日銀，消費者庁，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

また上述のグローバル・インフレ率との連動性低下の主因は、日本で特に、デマンド・プル型のインフレ圧力が顕著に弱まっている点にあると、当社では見ている。この重要な背景として、1990年代終盤から本格化した企業の厳格な賃金設定行動を挙げることができる¹⁴。この時期は、バブル崩壊後の不良債権問題に端を発する金融危機が本格化した時期であり、日本企業は厳しいリストラを迫られた。その際、労働者が雇用確保を最優先して賃金カットを許容したこともあり、賃金伸び率はマイナスに転じた。その後の日本における賃金トレンドの弱さは、他の先進国と比べて際立っている(図表 18)。

名目賃金が低迷する中での物価上昇は、消費を大きく冷やしかねない。これと関連して当社分析によると、近年日本では、消費需要の価格弾性値(絶対値)が上昇している¹⁵。これは、企業に低価格戦略を採用するインセンティブを提供する。

図表 18: 国際比較で一層際立つ日本の賃金トレンド



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

¹⁴ 馬場直彦「賃金に関する「なぜ？」に答える：総括Q&A」日本経済アナリスト（2014年7月25日）を参照。

¹⁵ 馬場直彦「消費者は価格により敏感になっているのか？」日本経済アナリスト（2017年8月25日）を参照。

経済政策：財政パッケージを11月中に策定

岸田首相は、11月中に「数十兆円規模の」経済対策を策定すると公約している。報道によると、経済対策による財政出動は35兆円規模(GDP比6.4%)に上ると見られている(11月5日産経新聞)。中心施策は、①子育て世帯や非正規労働者、そして若年層に対する現金給付、②マイナンバー保有者(申込者を含む)への買い物ポイント付与、③Go Toキャンペーンの再開・延長、④政府系金融機関による実質無利子・無担保融資の延長、⑤先端技術の開発促進を企図した新ファンドの創設、⑥半導体生産工場の誘致のための補助金となりそうだ。

この経済対策によるGDP押し上げ効果については、構成如何で不確実性が著しく大きいのが、10兆円に届かないのではないかと懸念されている。その主因としては、①現金給付等の所得移転は多くが貯蓄され、消費にさほど回らない可能性が高いこと、②どの程度使用されるのかが著しく不透明な、政府系金融機関による融資枠や財政投融资が多く含まれる可能性が高いこと、③これまでコロナ対策として計上された予算のうち3割程度が未執行に終わるなど、予算が順調に執行される可能性が低いこと等を挙げる事ができる。

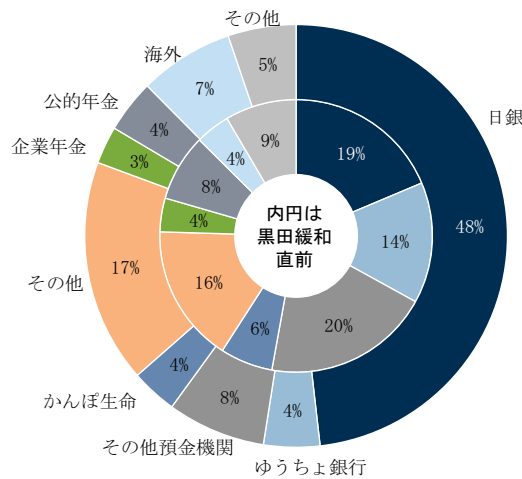
2022年中も日銀は基本的にはテーパリングを継続も、イールドカーブ・コントロールは堅持

一方、上述のとおり当社では、インフレ率の上昇は限定的と想定していることから、日銀は2022年中も、マイナス金利政策を含むイールドカーブ・コントロールを維持すると予想する(その先の長期展望は後述)。

資産購入については、日銀の長期国債保有シェアは既に5割近くにまで達している(図表19)。日銀は、2020年中には、政府による経済対策のファンディングを支援すべく、一時的に短期国債を中心に国債買入額を増やしたが、2021年以降は再び減額へと舵を切っている(図表20)。2022年中も基本的にはテーパリングは続く見通しだ。

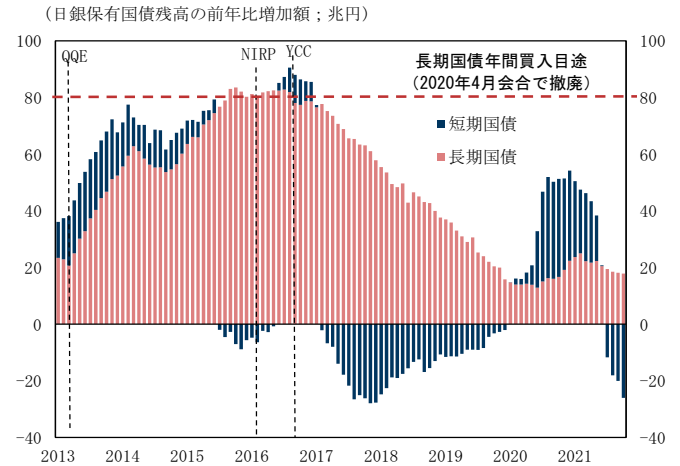
加えて、日銀は2021年3月の「金融政策の点検」で、ETFとJ-REITから成るリスク資産買入に関して、コロナ対策で倍増させた各々年間12兆円及び1800億円の上限を維持することを決定した。もっとも、これらはあくまで「上限」であり、実際にはその後リスク資産買入ペースは著しく減速している(図表21)。危機を脱した後も大きな上限を掲げることで市場に対してハト派的なメッセージを強く出しつつ、本音では国債等とは異なり満期を持たず、基本的には売却しない限りは日銀のバランスシートに残るリスク資産買入から徐々に脱却することが本当の目的だと当社では考える。今後も買入は市場急変時に限定され、粛々とテーパリングが続けられるだろう。

図表 19: 日銀は長期国債の5割弱を保有
長期国債保有比率(2021年6月末)



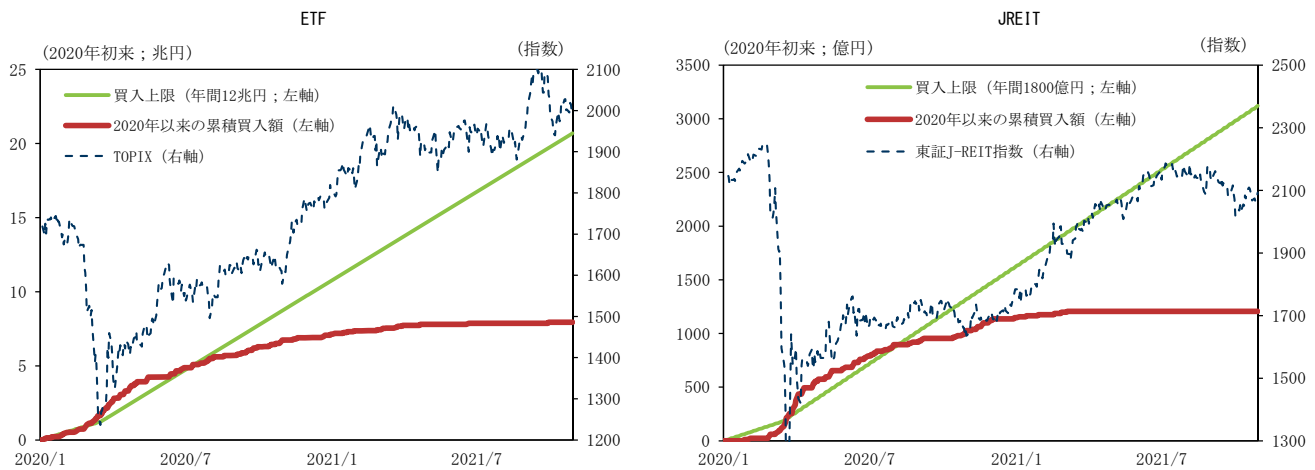
出所: 日銀, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

図表 20: 日銀の国債買入テーパリングは続く
日銀の国債ネット買入額



出所: 日銀

図表 21: リスク資産も着実にテーパリング



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

日本経済の長期展望: 潜在成長率はいずれ低下トレンドに/デジタル化が急務

最後に、今回から公表を開始した2032年までの長期展望に言及する。まずは成長率だ。内閣府の推計によると、足元の潜在成長率は0.7%となっている。先行きについては、潜在成長率を労働投入、資本ストック、TFP(全要素生産性)の3つのファクターに分解した上で予測値を作成した(図表 22左)。

労働投入: 今後数年間は、定年延長や女性活用等に伴う労働参加率の上昇が続くと予想されるため、労働投入は小幅ながらもプラス寄与を保ちそうだ。しかし団塊の世代全員が75歳以上の後期高齢者となる2025年には、後期高齢者は総人口の2割近くを占めることになる。当社では、このあたりから労働投入の寄与は頭打ちからマイナスとなり、その後マイナス幅は徐々に拡大すると予想している。

資本ストックと全要素生産性(TFP)：資本ストックについては、前述の通り、経済が正常化に向かうに連れて、人手不足対応のデジタル分野をはじめとする設備投資が再び増加する機運が既に見え始めている。また、コロナ禍で浮き彫りとなったデジタル化の遅れを取り戻すべく、政府の取り組みも強化されることから、長期的にプラス寄与が緩やかに拡大する姿を想定している。そして、多少ラグを持ちつつも、こうした設備投資が徐々にTFPを上昇させる効果も織り込んでいる。

潜在成長率と実質GDP：これら3つのファクターを足し合わせると、潜在成長率は一旦小幅に上昇し、その後しばらくは揉み合いを続けるが、2025年辺りからは低下トレンドに入り、2032年には+0.6%程度まで低下する(図表 22左)。そして実質GDP成長率は、10年間かけて緩やかに潜在成長率へと回帰すると仮定している(図表 22右)。その結果、2022-2026年(平均)で+1.5%、2027-2032年では+0.7%となった。人口動態悪化は幾分緩和することはできても、トレンド自体を反転させることは事実上不可能だ。日本経済を将来的にマイナス成長均衡に陥らせないためにも、官民挙げたデジタル化が急務であることは明確だ。

インフレ率：インフレ率(総合)については、人手不足の進行による将来的な賃金増加効果を加味しつつ、上記の潜在成長率と実質GDP成長率のパスから算出される需給ギャップと概ね整合的になるように予測値を置いた(図表 23)。その結果、2021年(平均)に+1.1%まで上昇した後、一旦は低下するが、2025年頃からは上昇に転じ、2032年には1.4%程度まで徐々に上昇する。

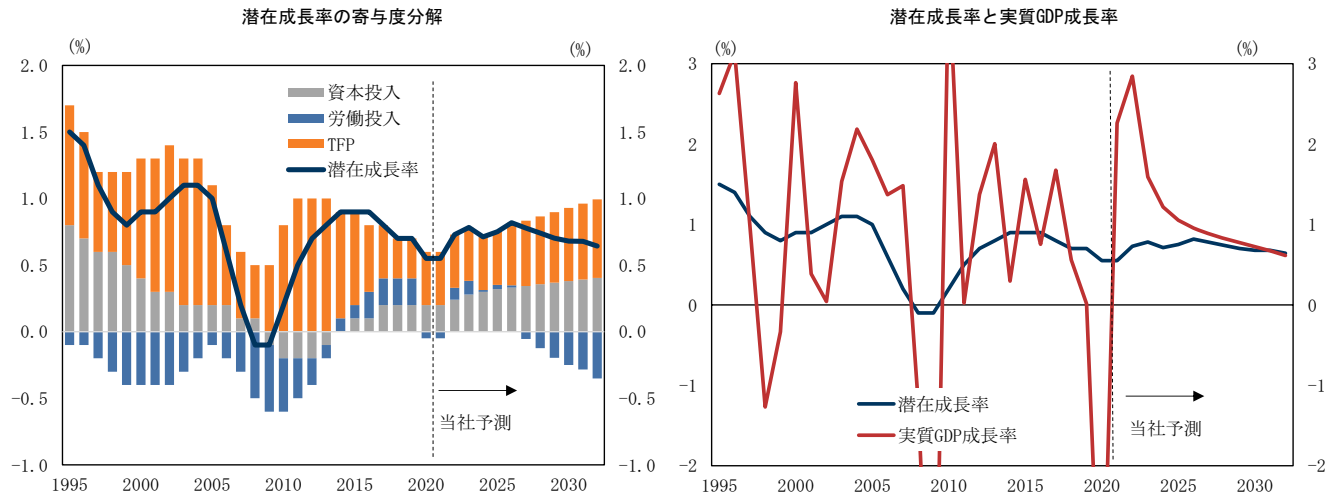
金融政策：最後に金融政策については、目標を降ろした際の潜在的な円高化を懸念するあまり、2%物価目標は長期に亘って維持されると予想する。上述のとおり、当社のインフレ率予想では、2032年までに安定的に2%を達成することは想定されていない。しかし、マイナス金利政策の導入(2016年)から数えて15年以上に亘って、金融システムに累積的な負担を掛けるマイナス金利政策を放置し続けるとは考え難い。上記のとおり、日銀は明確なアナウンスメントはないものの、既に国債とリスク資産のテーパリングを着々と進めている。これは、異次元緩和から脱却を図ろうとする機運が、日銀内部に十分芽生えていることを示唆していると思われる。

2023年4月の総裁人事如何で大きな不確実性があるため、長期予想は極めて暫定的なものとならざるを得ない。しかし現時点では、過去の日銀による利上げタイミングと概ね同様に、米国の次の利上げサイクルが最終局面に差し掛かると予想される2027年中に、マイナス金利政策を解除し、無担コールレートで従来の0-0.1%を新たな誘導目標とすると仮定する(図表 24)。その際には、2%物価目標を長期的かつ柔軟なものへと位置付を明確化し、金融システムに対する配慮も滲ませる形となるだろう。ただし、マイナス金利を解除するに止まり、その後の利上げは難しいだろう。

長期金利目標については、最近のオーストラリア連銀の例にならば、日銀もマイナス金利解除前に目標を調整するのではないかと¹⁶。ひとつの可能性としては、目標年限を10年から5年等へと短縮し、マイナス金利解除とともに目標自体も撤廃するスキームを挙げることができる。

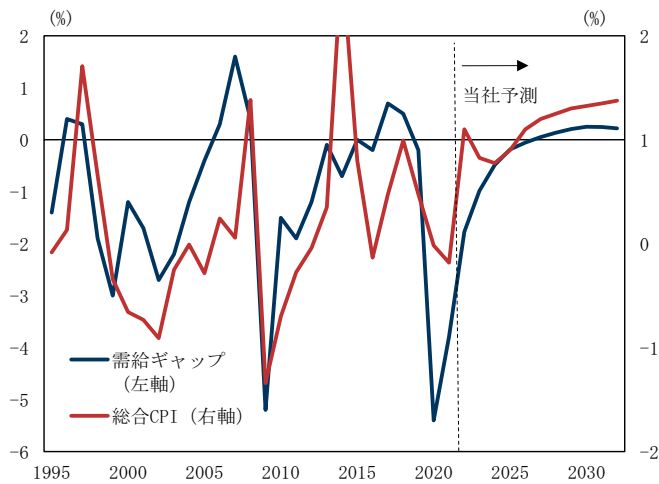
¹⁶ アンドリュー・ボーク他「RBA Discontinues YCC Program; We Now Expect Cash Rate Liftoff in 4Q2023」Australia (2021年11月2日)を参照。

図表 22: 潜在成長率は一旦上昇後、低下トレンド入りを予想



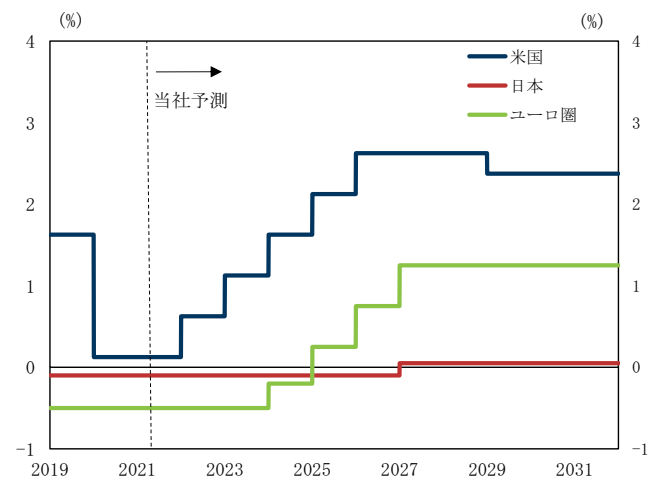
出所：内閣府，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 23: インフレ率は、長期的には徐々に上昇へ
総合CPIインフレ率と需給ギャップ



出所：内閣府，総務省，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 24: 米国利上げ最終局面でのマイナス金利解除を、暫定的に想定
政策金利パス



出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

日本経済調査チーム

主要経済予測

	年度						暦年					
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
実質GDP (前年比)	-4.4	3.3	2.7	1.4	1.2	1.0	-4.6	2.3	2.8	1.6	1.2	1.1
消費支出	-5.8	3.6	3.5	1.4	0.9	0.7	-5.8	2.0	4.0	1.7	1.0	0.8
設備投資	-6.8	4.1	3.1	3.0	2.7	2.7	-6.0	1.5	3.6	3.0	2.8	2.7
住宅投資	-7.2	2.9	1.3	0.1	-0.5	-0.5	-7.1	0.6	2.4	0.3	-0.4	-0.5
民間在庫 (寄与度)	-0.2	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	0.0
輸出	-10.4	12.3	6.3	4.7	4.0	3.9	-11.7	11.1	6.5	5.0	4.1	4.0
輸入	-6.8	8.7	7.7	4.7	3.8	4.0	-7.3	6.4	8.0	5.5	3.9	4.0
政府消費	3.4	2.1	2.0	0.7	0.7	0.7	2.8	2.5	2.0	1.0	0.7	0.7
公的固定資本形成	4.2	-2.0	2.1	1.2	2.2	1.2	3.6	-0.9	1.4	1.3	2.1	1.4
名目GDP (前年比)	-3.9	1.4	3.0	2.2	2.0	2.0	-3.8	0.9	2.4	2.5	2.0	2.0
鉱工業生産 (前年比)	-9.5	7.8	11.8	6.5	6.1	5.1	-10.6	6.7	10.7	7.5	6.1	5.4
コアCPI (前年比)	-0.5	0.1	1.3	0.7	0.8	1.0	-0.2	-0.1	1.1	0.8	0.8	0.9
新コアCPI (前年比)	0.0	-0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	0.2	-0.4	0.4	0.9	0.7	0.9
失業率 (%)	2.9	2.9	2.7	2.6	2.4	2.2	2.8	2.9	2.7	2.6	2.4	2.2
経常収支 (兆円)	16.3	12.4	10.0	11.4	12.2	12.5	15.9	15.5	10.0	11.0	12.0	12.5
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)	110.6	115.0	111.0	107.0	104.0	101.00	103.2	115.0	111.0	107.0	104.0	101.0
ユーロ円レート (期末値)	129.9	133.4	131.0	130.5	130.0	131.30	126.2	133.4	131.0	130.5	130.0	131.3

	2020				2021				2022			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
実質GDP (前期比年率)	-2.3	-28.1	23.2	11.9	-4.2	1.9	-0.5	6.8	2.5	3.0	2.2	1.4
消費支出	-3.2	-29.2	22.8	9.3	-4.9	3.8	-1.0	10.0	3.5	3.8	2.7	1.5
設備投資	4.5	-21.9	-8.0	18.3	-4.9	9.5	0.5	7.0	2.5	3.0	3.0	2.0
住宅投資	-14.1	2.3	-21.0	0.2	3.9	8.5	5.0	5.0	0.5	0.5	0.5	0.5
民間在庫 (寄与度)	0.8	0.3	-0.8	-2.1	1.8	-1.3	0.1	-0.4	-0.4	0.1	0.1	0.3
輸出	-17.6	-53.8	32.7	55.8	9.8	11.8	-8.5	8.0	13.5	6.0	5.5	5.0
輸入	-11.5	-2.6	-29.0	20.8	16.8	21.4	-6.0	7.0	12.0	10.0	8.0	6.0
政府消費	-1.4	2.7	11.6	7.9	-6.7	5.4	2.0	0.5	1.0	4.5	2.0	0.6
公的固定資本形成	0.2	12.7	2.5	3.8	-4.2	-6.5	-5.0	5.0	3.0	2.0	3.0	1.0
外需 (寄与度)	-1.3	-11.8	11.7	4.5	-1.1	-1.6	-0.5	0.2	0.2	-0.7	-0.5	-0.2
民間需要 (寄与度)	-0.9	-19.7	8.5	5.5	-1.6	2.4	-0.1	6.2	1.9	2.7	2.1	1.4
公的需要 (寄与度)	-0.3	1.1	2.7	1.9	-1.7	0.8	0.2	0.4	0.4	1.1	0.6	0.2
実質GDP (前年比)	-2.1	-10.1	-5.5	-0.9	-1.3	7.6	2.1	0.9	2.6	2.9	3.6	2.3
消費支出	-2.8	-11.2	-7.2	-2.2	-2.6	7.2	1.6	1.8	4.0	4.0	5.0	2.9
設備投資	-2.1	-8.4	-10.9	-3.1	-5.1	3.1	5.5	2.9	4.8	3.2	3.9	2.6
住宅投資	-4.0	-5.0	-10.4	-8.6	-4.2	-2.8	4.3	5.6	4.7	2.7	1.6	0.5
輸出	-4.8	-21.7	-15.2	-5.6	1.0	26.2	15.0	4.9	5.8	4.4	8.2	7.4
輸入	-2.8	-4.9	-14.0	-7.2	-0.8	5.1	12.7	9.3	8.2	5.5	9.2	9.0
政府消費	1.3	1.3	3.4	5.1	3.5	4.3	2.0	0.2	2.2	2.0	2.0	2.0
公的固定資本形成	1.4	4.6	3.8	5.0	3.5	-1.5	-3.0	-2.8	-1.0	1.2	3.2	2.2
名目GDP (前年比)	-1.1	-8.9	-4.5	-0.8	-1.5	6.4	0.1	-1.2	0.5	1.8	3.7	3.4
鉱工業生産 (前年比)	-4.7	-20.3	-13.0	-3.5	-1.1	19.9	5.7	2.2	5.3	8.3	14.7	14.7
コアCPI (前年比)	0.7	-0.1	-0.3	-0.9	-0.5	-0.6	0.0	0.7	0.5	1.4	1.3	1.2
新コアCPI (前年比)	0.7	0.3	0.1	-0.3	0.0	-0.9	-0.5	-0.3	-0.7	0.6	0.7	1.0
失業率 (%)	2.4	2.7	3.0	3.0	2.8	2.9	2.8	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7
貿易収支 (兆円)	0.5	-1.5	1.5	2.5	1.4	1.0	0.0	-0.8	-1.8	-1.8	-1.5	-1.2
経常収支 (兆円)	5.3	0.9	4.8	4.8	5.8	3.7	4.3	1.7	2.7	2.1	3.4	1.8
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	-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)	107.5	107.8	105.5	103.2	110.6	111.0	111.5	115.0	115.0	113.0	112.0	111.0
ユーロ円レート (期末値)	118.4	121.1	122.6	126.2	129.9	131.6	129.1	133.4	133.4	133.3	132.2	131.0

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

最近の出版物

日本経済アナリスト

デジタル化は待ったなし(パート2: 政府編)	2021年10月14日
高齢化 vs 長寿化: 高齢化に逆らって上昇する貯蓄率と物価・金利への影響	2021年10月8日
デジタル化は待ったなし(パート1: 企業編)	2021年9月24日
「強制貯蓄」から「ペントアップ消費」へ	2021年9月10日
交易条件悪化と日本経済: 根幹のドライバーが鍵	2021年8月12日
グローバル・サイクルに追従できない日本のインフレ率	2021年7月21日
ポストコロナの需要回復: V字か、Z字か?	2021年6月28日
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22日
海外発のサプライチェーン混乱による日本へのスピルオーバー	2021年6月1日
ペントアップ消費の規模感と主役を探る	2021年4月28日
日本財政に対する悲観論を新たな評価軸で再考する	2021年4月14日
ポストコロナでも、女性雇用に対する逆風は燻り続ける	2021年3月31日
カーボンニュートラル政策: 入門編	2021年3月26日
日米金利連動性からみたYCCのクレディビリティ	2021年3月9日
日経株価3万円のデジャブ感	2021年3月2日
コロナ対策は「ゾンビ企業リスク」を高めるか?	2021年2月25日
企業債務の過剰度合いと長期的なリスクを探る	2021年2月19日
「日本化現象」への対処方法を、日本の経験から学ぶ	2021年1月27日
2021年の日本経済Q&A: 「緊急事態宣言」の影響は?	2021年1月7日
「デジタル化」で生産性は改善するのか?	2020年12月11日
高まる地銀再編期待	2020年11月26日
スガノミクスと中小企業改革: 生産性向上への挑戦	2020年11月12日
2021年の日本経済: 市場予測を上回るリバウンドを想定	2020年11月9日
日本における中銀デジタル通貨の可能性	2020年10月15日

日本Views / 日本経済フラッシュ

Japan Views: 自民党総裁選挙: 候補者の政策提言と選挙戦のポイントを整理する	2021年9月13日
日本経済フラッシュ: ワクチン接種動向: 8月には1日当たり120万回ペースへ	2021年6月9日
Japan Views: 東京オリンピックQ&A	2021年5月31日
Japan Views: 生産リスク・プロファイルはコロナ禍の影響を完全に払拭/更なる改善の鍵は内需	2021年5月12日
Japan Views: 日銀も「金融再編」へ向けて一歩踏み込む	2020年11月11日
日本経済フラッシュ: スガノミクス始動: 携帯通信価格引き下げのマクロ経済効果を探る	2020年9月4日

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。

特に断りのない限り、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：**ゴールドマン・サックス・カナダ・インクはゴールドマン・サックス・グループ・インクの関連会社であり、したがってゴールドマン・サックス(上記定義)に関する会社に関する規制に基づく開示の対象に含まれます。ゴールドマン・サックス・カナダ・インクは、本資料を顧客に広範に配布する場合、その範囲において本資料を承認するものとし、またその内容に責任を負うことに同意しているものとします。**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、投資プロファイルまたはリスクプロファイルを分析することなく作成したものです。本資料に基づくお客様やその他の投資行動について、ゴールドマン・サックスは一切の責任を負いかねます。**シンガポール：**本資料に関するあらゆる事柄については、シンガポール金融管理局の規制を受け、本資料の法的責任を負っているゴールドマン・サックス(シンガポール)Pte. (Company Number: 198602165W)までお問い合わせください。**台湾：**本資料は情報提供のみを目的としたものであり、当社の承諾なしに転載することはできません。投資に際しましては、各自の投資リスクを慎重にご検討ください。投資の結果につきましては個々の投資家が責任を負うものとします。**英国：**英国金融行動監視機構の規則において個人投資家の定義に該当するお客様は、本資料を本資料で取り上げた、当社アナリストが調査対象としている企業に関する過去のゴールドマン・サックス・レポートと関連してお読みいただき、ゴールドマン・サックス・インターナショナルから送られたリスク警告を参照して下さい。これらのリスク警告の写しや本資料で使用した金融用語の用語解説をご希望の方は、ゴールドマン・サックス・インターナショナルまでお問い合わせ下さい。

欧州連合ならびに英国：投資推奨または投資戦略を推奨、提案するその他の情報の客観的な提示、および個人の利益の開示または利益相反の表明の技術的な手続きに関する規制技術基準についての欧州議会および理事会規則(EU) No 596/2014を補足する欧州委員会委任規則(EU) (2016/958)の第6条2項(英国の欧州連合および欧州経済領域からの離脱後に英国の国内法や規制に組み込まれる委任規則も含む)に関連する開示情報は、欧州での投資調査に関する利益相反管理方針を記載した<https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html>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・モビリアリオスS.A. が、パブリック・コミュニケーション・チャネル・ゴールドマン・サックス・ブラジル: 0800 727 5764 および/または contatogoldmanbrasil@gs.com (平日の午前9時から午後6時にお問い合わせください)。Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com。Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h、カナダではゴールドマン・サックス・カナダ・インクまたはゴールドマン・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、ポルトガル、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

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

ゴールドマン・サックスは、投資銀行業務、投資顧問業務および証券業務を全世界で提供する総合金融会社です。当社はグローバル・インベストメント・リサーチ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投資調査部の見解を反映したものではありません。

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、また個々のおお客様のご特定の投資目的、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お客様のご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を求めてください。本資料に記載されている投資対象の価格と価値、およびそれらご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、およびそれらご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.fiadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures/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も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の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

© 2021 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。