

日本経済アナリスト

2021年の日本経済Q&A：「緊急事態宣言」の影響は？

Q1：今回発令された緊急事態宣言の特徴は？また、ワクチン普及のタイムラインは？

A1：新型コロナウイルスの感染拡大急増に鑑み、政府は2度目の緊急事態宣言を発令した(1月8日から施行)。今回の緊急事態宣言は、対象地域、業種、期間全ての面で前回と比べて限定的となっている。この間、菅首相はワクチン接種を2月下旬から開始するとの意向を表明した。当社では、夏までには人口の半数以上が接種可能になると予想している。

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.

Q2：緊急事態宣言の再発令を受けた2021年の日本経済展望は？

A2：緊急事態宣言を受けて、2021年1-3月期の実質GDP成長率予測を、従来の前期比年率+3.5%から+0.2%へと下方修正する。ただし、緊急事態宣言の経済に対する悪影響は、前回(2020年4-6月期)対比で顕著に小さく、さらにワクチンが普及し始める春以降には比較的強い持ち直しを予想している。このため当社では、引き続き2021年の日本経済について市場予測を上回る回復を展望している。

Q3：日銀の金融政策点検の狙いと内容は？

A3：ETF/J-REIT買入プログラムの持続性を高めることが主な狙いと思われる。同時に、政府の構造改革路線をサポートする資金供給策などが緩和強化策として打ち出される可能性がある。

Q4：12月に決定された「経済対策」のポイントと経済効果は？

A4：総事業規模は74兆円であるが、国費は実勢ベースで20兆円程度とみるべきだ。予算項目をみると感染拡大防止よりも菅政権の看板である構造改革に重点が置かれている点に大きな特徴がある。当社では、2021年度の経済効果をGDPの0.6%程度と見積もっている。

Q5：2021年の政治展望は？

A5：10月には衆議院議員の任期が満了するため、引き続き「解散総選挙」の時期が政治面での最大の焦点だ。しかし、政権支持率が急速に低下していることもあり、そのウインドウは狭まってきており、いわゆる「追い込まれ解散」の可能性が徐々に高まってきているように見受けられる。

2021年の日本経済Q&A：「緊急事態宣言」の影響は？

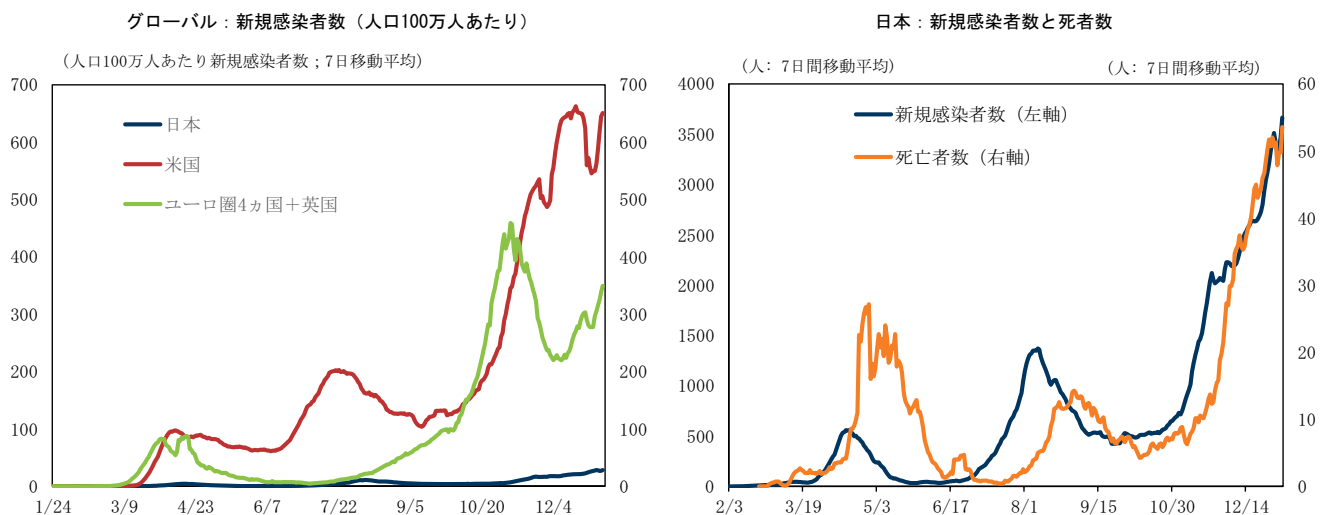
当社では、2020年11月初に2021年の日本経済予測を公表しているが、緊急事態宣言などその後の展開も踏まえて、本稿ではQ&A形式でアップデートする¹。

Q1：今回発令された緊急事態宣言の特徴は？また、ワクチン普及のタイムラインは？

A1：新型コロナの感染拡大急増に鑑み、政府は2度目となる緊急事態宣言を発令した（1月8日から施行）。今回の緊急事態宣言は、対象地域が当初1都3県、期間は30日（前回は48日）、制限を受ける業種は飲食中心と、適用対象は「限定的かつ集中的」だ。この間、菅首相はワクチン接種を2月下旬から開始する意向を表明した。当社では、夏までには人口の半数以上が接種可能になると予想している。

依然として欧米諸国に比べると水準はかなり低いが、日本でも2020年秋以降、新規感染者数が急速に増加している（図表1）。またコロナ感染による死者数も急増している。こうした状況にもかかわらず菅首相は、緊急事態宣言の再発令には一貫して慎重な姿勢を貫いてきたが、ここに来てついに再発令を決定した（1月8日から施行）²。ただし、経済インパクトを最小限に止めるべく、今回の緊急事態宣言の対象は昨年春の1度目と比べて「限定的・集中的」となる。

図表 1：感染は再び急増し、政府はついに緊急事態宣言を再発令



出所：厚生労働省、ジョンホプキンス大学、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

内容をみると、まず対象地域は、少なくとも当初は感染拡大が著しい1都3県（東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県）と、全国へと拡張された前回と比べると狭い。また、期間も30日と前回の48日（延べ日数）より短く設定されている。さらに、対象業種も飲食サービスの時短営業が中心だ。こうした特徴や足元での経済情勢に鑑みて、現時点で当社では、緊急事態宣言による消費への悪影響を前回の20%程度と考えている（Q2参照）。

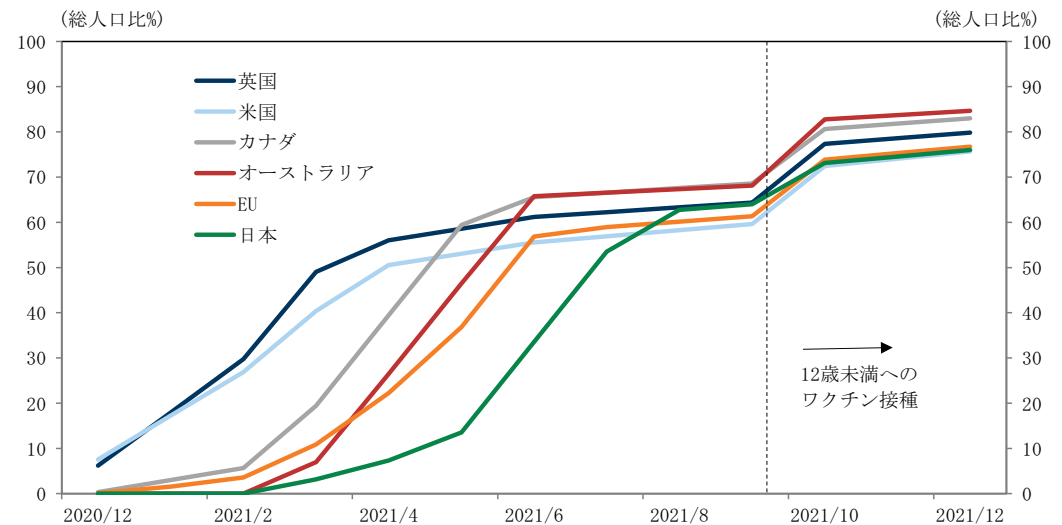
この間、ワクチンについては、政府が認可において国内治験数を重視する立場を取って

¹ 詳細は、馬場直彦「2021年の日本経済：市場予測を上回るリバウンドを想定」日本経済アナリスト（2020年11月9日）を参照。

² 詳細は、馬場直彦「緊急事態宣言を再び発令へ：キーワードは「限定的・集中的」」Japan Views（2021年1月4日）を参照。

いることを主因に、他の先進国対比で普及が遅れる可能性が高い。しかしそれでも、菅首相は2月末から医療従事者、続いて高齢者の順に接種を開始する意向を表明しており、当社では夏までには人口の半数以上が接種可能となると予想している(図表2)³。政府は既に、ファイザー、アストラゼネカ、モデルナの3社と、計1億4500万人分のワクチン提供で合意している(12月25日付産経新聞)。

図表 2: 日本でも、夏には総人口の半数以上がワクチン接種可能となる見通し
当社のワクチン普及見通し



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

Q2: 緊急事態宣言の再発令を受けた2021年の日本経済の展望は?

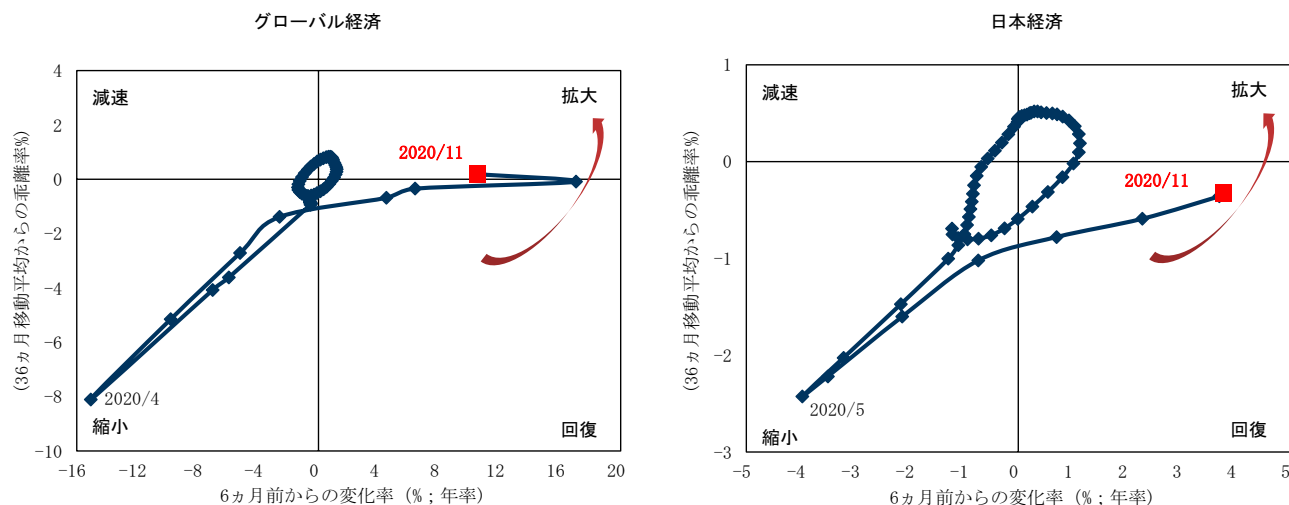
A2: 緊急事態宣言の再発令を受けて、当社では、1-3月期のGDP成長率予測を従来の前期比年率+3.5%から+0.2%へと下方修正する。ただし、緊急事態宣言の経済に対する悪影響は、前回の2020年4-6月期対比で顕著に小さく、さらにワクチンが普及し始める春以降には強い持ち直しを予想している。このため当社では、引き続き2021年について市場予測を上回る回復を展望している。

はじめにOECDのビジネスサイクル・クロックで最近までの状況をフォローする。グローバル経済は2020年4月にボトムを打った後、8月にはすでに回復局面に入り、さらに11月には拡大局面に入った(図表3左)。これに対して日本経済は5月にボトムを打った後、9月に回復局面に入り、11月には拡大局面を窺う所まで来ている(図表3右)。

このように日本経済も、グローバル経済対比では幾分遅れながらも着実にキャッチアップして来ていたことがわかる。項目別にみると、最近では堅調な外需に支えられる形で、輸出、生産、機械受注といった製造業での改善が目立っている。

³ 詳細は、シッド・ブッシュン、ダーン・ストライブン「Vaccinating the World: A Timeline」Global Economics Analyst (2020年12月13日)を参照。

図表 3: 日本経済は、これまでグローバル経済に着実にキャッチアップしてきた



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

もともと、緊急事態宣言の再発令で、2021年1-3月期は大幅な減速が避けられない。感染拡大にも関わらず、年末年始にかけても人々のモビリティに大きな変化は見られなかったが、緊急事態宣言下での行動規制の厳格化は、今後人々のモビリティ、ひいては特にサービス消費にも一定の下押し圧力を与えるだろう(図表4左・中)。これを受けて当社では、2021年1-3月期の実質GDP成長率予測を前期比年率+3.5%から+0.2%へと下方修正する(図表5)。最も大きな変更は消費で、従来予測の前期比年率+2.0%から-4.0%へと6pp下方修正する。もともと上述の通り、今回の緊急事態宣言は対象地域、期間、業種ともに「限定的かつ集中的」であるため、消費へのダメージは前回の2割程度と予想する。このほか、消費へのインパクトが比較的軽微に止まる背景として、以下の4点を指摘しておきたい。

第1に、足元での感染第3波は以前のものと比べると格段に大きい、人々のウイルスとの共存姿勢も顕著に高まっている(図表4左)。第2に、コロナ危機を契機に、他の主要国対比で大きく立ち遅れていたオンライン・ショッピングの利用が、日本でも大きく増加している(図表4右)。第3に、上述のとおり、政府は2月末からワクチン接種を開始する見通しで、消費者コンフィデンスの改善効果が見込める。第4に、雇用環境は当社の当初予測よりも格段に良好であることに加えて、4-6月期に23%にまで大きく上昇した貯蓄率も、当面は高止り続けると予想される(図表6)。これらは、一律給付金の剥落効果等を一定程度相殺するものと思われる。

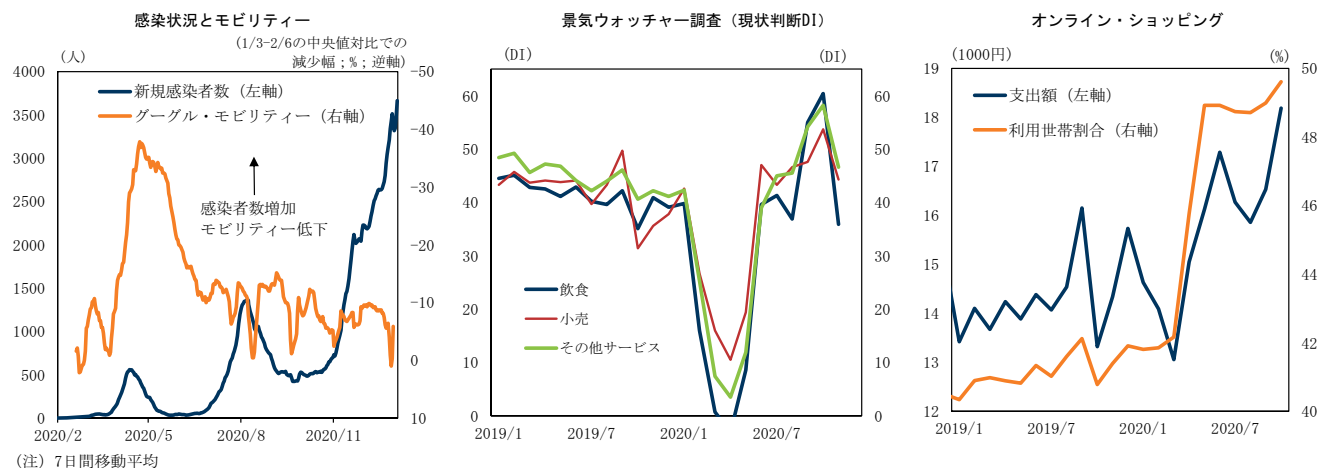
消費以外では、米中を中心に外需は引き続き堅調な回復軌道を辿ると予想している(図表3左)。今回の緊急事態宣言は、工場等の製造業現場に対して強い制約を掛けていないため、グローバル・サプライチェーンの混乱さえなければ、日本の輸出に対する影響は限られるだろう。設備投資も、2020年春以降の大幅な落ち込みからボトムアウトを始めている。加えて、デジタル化投資の必要性等もあり、引き続き設備投資は緩やかな回復を予想する⁴。さらに、追加的な財政支出も、セーフティネットを下支えするだろう(Q4参照)。従って、1-3月期のGDP成長率は従来予測の前期比年率+3.5%から下方修正するものの+0.2%と辛うじてプラスを維持できるとみている。もともと、今後緊急事態宣

⁴ 詳細は、馬場直彦「「デジタル化」で生産性は改善するのか？」日本経済アナリスト(2020年12月11日)を参照。

言の対象地域・業種・期間が拡大・延長された場合は、マイナス成長に転じる可能性が高くなる。

一方、4-6月期以降の成長率予測は、1-3月期の反動増等も織り込み幾分上方修正しているため、2021年全体の成長率予測に対する影響は比較的軽微だ。これらの修正の結果、2021年実質GDP成長率の当社予測は、年ベースで+2.9%(市場予測は+2.7%)、年度ベースで+4.5%(同+3.4%)と、引き続き市場予測を上回っている。市場予測は、緊急事態宣言を織り込み、今後随時引き下げられるだろう。

図表 4: 消費は緊急事態宣言で当面落ち込むが、ポジティブな側面もある



左図のモビリティ・インデックスは、Google Community Mobility Indexの小売・娯楽関連。データの出所は以下の通り： Google LLC, ¥” Google COVID-19 Community Mobility Reports. ¥” <https://www.google.com/covid19/mobility/> (アクセス日： 2021年1月6日)。

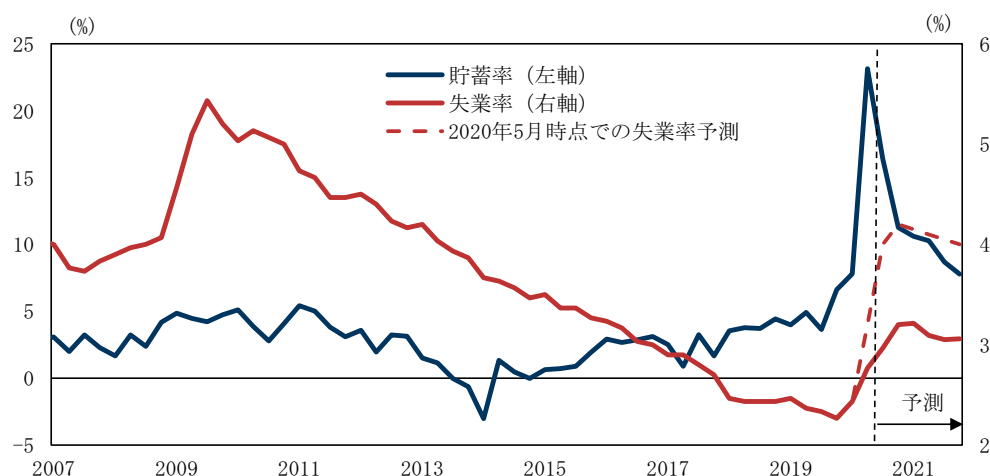
出所：内閣府，総務省，Google，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 5: 冬場の経済予測を下方修正する一方、春以降を上方修正
日本経済予測

実質GDP成長率 (前期比年率)	2019	2020				2021				年度	
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4E	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	2020E	2021E
GS予測	-7.2	-2.1	-29.2	22.9	3.2	0.2	4.7	5.2	4.7	-5.5	4.5
従来予測					3.9	3.5	3.8	4.6	4.6	-5.2	4.9
ESPコンセンサス (12月15日時点)					3.4	1.3	2.5	2.9	1.7	-5.7	3.4

出所：内閣府，JCER，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 6: 雇用環境は、当社の当初想定より格段に良好かつ、貯蓄率も高止まり
失業率と貯蓄率の当社予測



出所: 総務省, 内閣府, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

Q3: 日銀の金融政策点検の狙いと内容は?

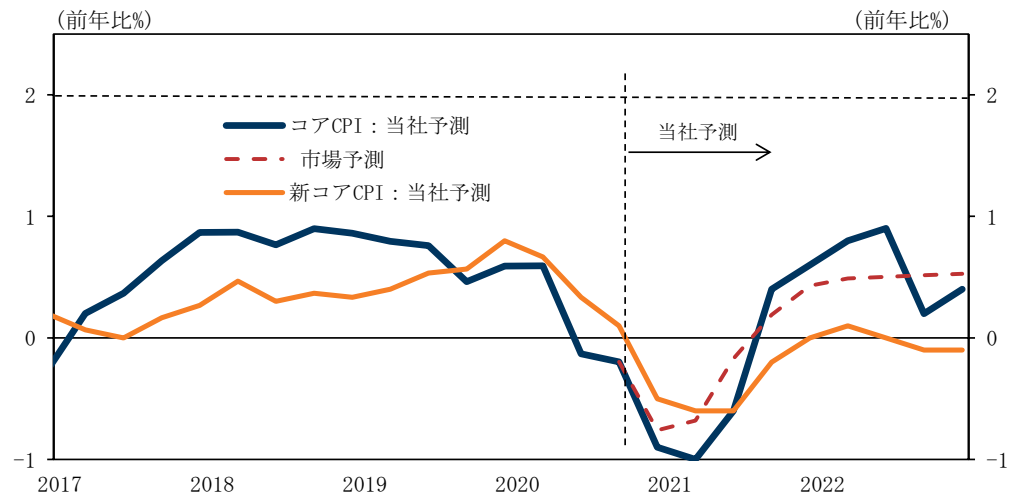
A3: コロナ危機を経て、2%物価目標の達成にさらに長い期間を要することを周知する必要が生じる中で、ETF/J-REIT買入プログラムの持続性を高めることが主な狙いと思われる。同時に、政府の構造改革路線をサポートする資金供給策などが緩和強化策として打ち出される可能性もある。

日銀は12月の金融政策決定会合において、3月を目途に金融政策の点検を実施すると発表した⁵。以下に、その狙いや内容に関する現時点での当社見解を整理する。

まず日銀は、その目的を、新型コロナウイルスの影響で、経済・物価への下押し圧力が長期化する見通しを踏まえて、現在の緩和システムをより効果的かつ持続的なものとするためと説明している。実際、コア・インフレ率はマイナス圏深くに沈んでいる(図表7)。一方で日銀は、2%の物価目標に変更を加えることはないとしている。

⁵ 詳細は、馬場直彦「日銀・金融緩和の点検について」Japan Views (2020年12月18日)を参照。

図表 7: インフレ率はマイナス圏深くに沈んでいる
コア・新コアCPIインフレ率



出所：総務省, J CER, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

こうした状況下で日銀は、①今後、市場や金融セクター等で一層高まることが予想される2%物価目標の妥当性に対する懐疑的な見方とともに、②デフレ圧力が高まり目標未達がより長期化するのであれば、追加緩和措置を講ずるべきとする声に対して、機先を制する必要性を強く感じていると思われる。そのために、何らかの分析結果とともに、以下の3点が強調される可能性が高いのではないかと。

第1に、コロナ危機下でのインフレ率低迷は一過性のものであり、グローバル・スタンダードに照らして、2%という目標水準は依然として妥当なものである。第2に、長期的にみれば、現行の金融緩和策はデフレ脱却に向けて効果を発揮してきているだけでなく、今後もその有効性は変わらない。第3に、追加利下げを含む追加緩和を考える際には、費用対効果を十分に考慮する必要がある。これらを基に、目標達成まで幾ら時間がかかると言っても、マイナス金利の深掘り等に打って出る必要性は薄く、現状の緩和策をより長期的に継続することが、物価目標達成に向けたベストな選択との見解が示されると予想する。

次に内容について日銀は、2%物価目標の実現を企図して現在採用している基本的な枠組み、すなわち「イールドカーブ付き量的・質的金融緩和」、マイナス金利政策及びオーバーシュート・コミットメントを変更するつもりはないと明言している。また、長期金利ターゲット年限(現在10年)の短期化にも否定的だ。従って、2016年9月に総括検証の公表とともにイールドカーブ・コントロールが導入されたケースとは本質的に異なるものと理解すべきだろう。

具体的には、①日銀は資産買入プログラムをより長期的に持続可能とすべく「微調整」を施す可能性が高く、同時に②現在の枠組みの範囲内で、緩和強化と喧伝できる何らかの施策を打ち出す可能性がある。後者は、いずれ直面せざるを得ないコロナ対応緊急措置の出口戦略が、緩和姿勢の後退と捉えられるリスクがあるため、その対策としての意味合いもあるだろう。

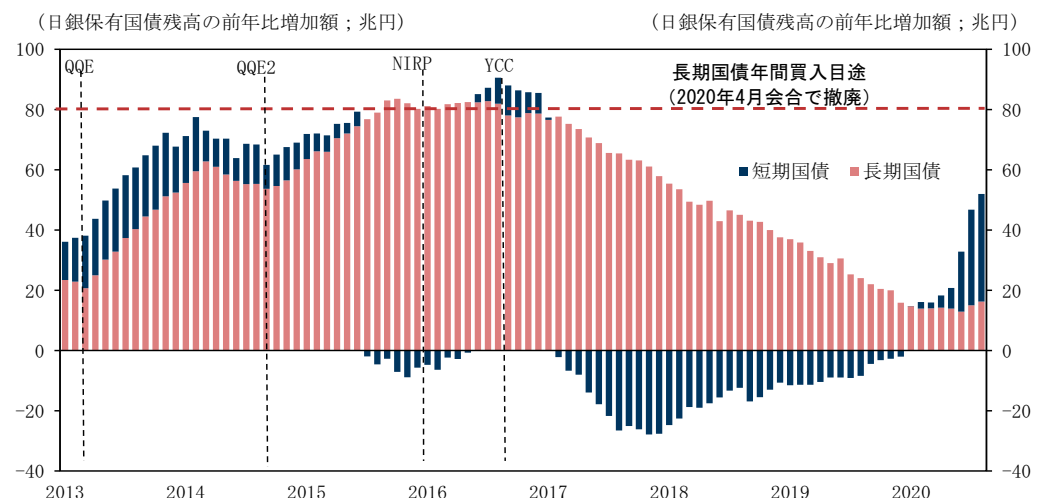
資産買入面でのフォーカスは、ETF/J-REIT買入プログラムと思われる。日銀は既に(長期)国債の年間買入目途(80兆円)を撤廃しているため、今後景気回復に伴い国債発行額

(特に短期国債)が正常化されれば、国債買入額を柔軟に減少させることが可能だ(図表8)。実際コロナ危機前までは、国債買入額は大きく減額されていた。一方、ETF/J-REIT買入プログラムは、年間買入ペース(上限)がそれぞれ6兆円、900億円から、危機に伴い一時的に12兆円、1800億円へと倍増されている(図表9)。ETFとJ-REITは、国債等とは違って満期がないために、売却しなければ日銀のバランスシートにいつまでも残ってしまう。11月末時点で日銀はGPIFを抜いて国内最大の株主になったとの報道もある(12月15日付日経新聞)。こうした中、日銀自身が予想するように、現在の金融緩和政策が今後更に顕著に長期化するとしたら、少なくともETF/J-REITの買入ペースを緩やかにしておきたいと考えるのが自然だ。

有力な方法は、国債買入プログラムのように、ETF/J-REITでも年間買入目途を撤廃することだろう。これにより、株価の上昇局面では買入を意図的に控えるなど柔軟に買入額を減額し、また必要であれば上限なしに積極的に買入を増やすというハト派な姿勢も示すことができる。

一方、緩和強化策としては、政府の構造改革路線をサポートする資金供給策が考えられる。日銀は既に成長基盤オペ等の枠組みを有していることから適用は容易だ。最近では、コロナ危機対応の特別資金供給オペや、地方金融機関の構造改革を後押しする「特別当座預金制度」など、日銀の政策展開は、政府の政策とタイアップしたものが目立っている⁶。菅政権は、12月に決定した経済対策等でも、デジタル化や脱炭素、中小企業の事業再構築支援等に関連した措置を多く盛り込んでいる。日銀もかねてより構造改革は不可欠との見解を有し、加えてこうした資金供給策であれば副作用は小さく、さらに緩和強化策として位置付けることができる。また、この施策のもうひとつの潜在的な利点として、現在の特別資金供給オペと同様に、利用残高に応じてプラスの付利を行うことで、暗黙の内にマイナス金利政策の副作用を間接的に軽減できる点を挙げることができる。

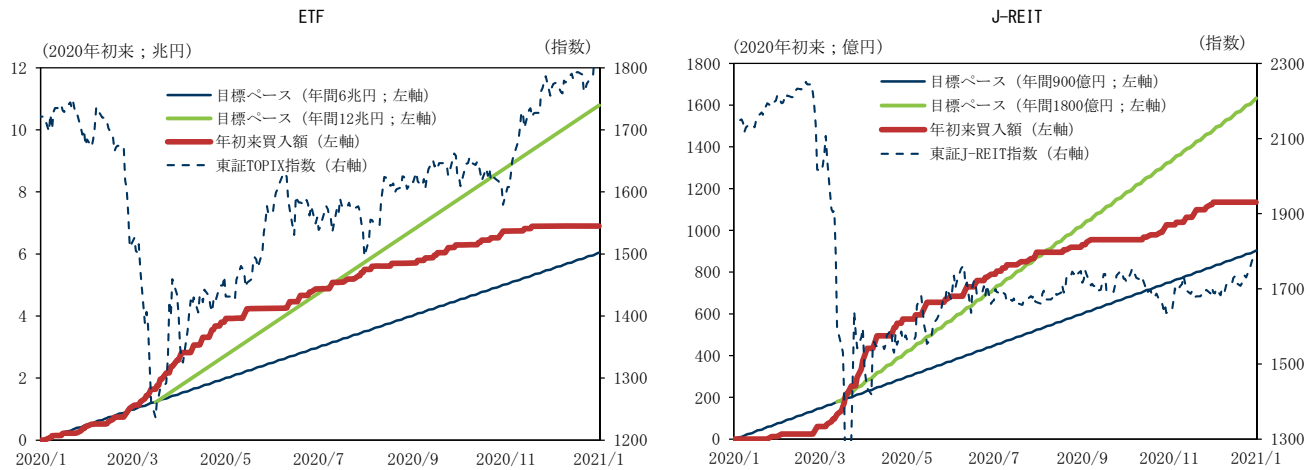
図表 8: 長期国債の買入目途は既に撤廃されている
日銀のネット国債買入ペース(過去1年間)



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 詳細は、馬場直彦「日銀も金融再編へ向けて一步踏み込む」Japan Views (2020年11月11日)を参照。

図表 9: ETF/J-REITは日銀バランスシートに積み上がるのみ



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

Q4：12月に決定された「経済対策」のポイントと経済効果は？

A4：総事業規模は74兆円であるが、国費は実勢ベースで20兆円程度とみるべきだろう。感染拡大防止よりも構造改革に重点が置かれている点に特徴がある。当社では、2021年度の経済効果をGDPの0.6%程度と見積もっている。菅政権としては、その看板である構造改革予算の多くを、2020年度第3次補正予算に前倒しで計上することで、2021年中の選挙を控えて実績作りを優先させたい考えと思われる。

ヘッドラインの総事業規模は73.6兆円と、2020年中の過去2回の経済対策と比べると抑制的だが、それでも歴史的に見れば大規模なものとなっている。ただしこの数字は、既存のプロジェクトのリパッケージや公的金融機関経由の金融支援等が含まれ、実勢を示していない可能性が高い。そこで、実際に予算計上されている国費をみると、今回は30.6兆円と、第1次補正予算(25.7兆円)、第2次補正予算(31.9兆円)に近いものとなっている。もっとも、このうち計10兆円が用途未定の予備費であることから、国費の実勢としては20兆円程度(GDPの3.6%程度)とみるべきだろう。

財政支出(2021年度予算計上分は不明なため第3次補正予算のみの金額を表示)の構成は、①感染拡大防止(4.4兆円)、②コロナ後の経済構造の転換(11.7兆円)、③国土強靱化(3.1兆円)の3本柱となっている。感染拡大防止よりも、構造改革向けに最も大きな予算が組まれていることが特徴だ。菅政権としては、その看板である構造改革予算を、2021年度予算だけでなく、より早期に成立させることが可能な2020年度第3次補正予算に多くの部分を前倒しで計上することで、2021年中の自民党総裁選挙や総選挙に向けた実績作りを優先させたい考えと思われる(Q5参照)。実際、②コロナ後の経済構造の転換では、菅首相の重点課題であるデジタル革命及びグリーン社会の実現、中小企業の業態転換や再編を促す補助金を中心となっている。

実際のGDP押し上げ効果は限定的と思われる。GDPに直接計上されやすい公共事業の割合が比較的小さい一方で、そのままではGDPにカウントされない資金繰り支援や臨時地方交付税、さらには実際にどの程度使われるか極めて不確実性が高い基金が多く計上されていることが主因だ。政府はトータルのGDP押し上げ効果を3.6%、そのうち2021年度には2.5%の効果が見れると主張しているが、当社では前者を1.1%程度、後者を0.6%程度と見積もっている。

図表 10: 経済対策の中心は構造改革

12月に決定された経済対策の概要

	2020年度 第3次 補正予算	2021年度 予算	(兆円) 総事業 規模
新型コロナウイルス感染症の拡大防止策	4.4		6.0
医療体制の確保と医療機関等への支援	1.6		
ワクチン接種体制などの整備	0.8		
感染防止対策の徹底（臨時地方交付税1.5兆円）	1.7		
ポストコロナに向けた経済構造の転換・好循環の実現	11.7		51.7
デジタル改革・グリーン社会の実現	2.8		
カーボン・ニュートラル技術開発基金	2.0		
ポスト5G研究開発	0.1		
経済構造の転換・イノベーションによる生産性向上	2.4		
中小企業の事業再構築補助金	1.1		
大学基金	0.5		
持続化補助金等	0.2		
地域・社会・雇用における民需主導の好循環の実現	6.5		
中小事業者への資金繰り支援	3.2		
Go To トラベル・イートの拡充	1.1		
雇用調整助成金	0.5		
生活困窮者支援	0.0		
防災・減災・国土強靱化の推進など	3.1		5.9
防災・減災に向けた公共工事等	2.1		
自然災害からの復旧・復興	0.6		
小計	19.2		
予備費	5.0	5.0	10.0
計	20.1 *	10.5	73.6

国費30.6兆円

(うち予備費が10兆円)

* 減額修正および特別会計分を含む。

出所：内閣府，財務省，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

Q5：2021年の政治展望は？

A5：9-10月には自民党総裁と衆議院議員の任期が満了するため、引き続き「解散総選挙」の時期が、政治面での最大の焦点だ。しかし、感染再拡大と菅政権の支持率悪化を受けて、そのウインドウは狭まってきており、いわゆる「追い込まれ解散」の可能性が徐々に高まってきているように見受けられる。

2021年の政治日程はかなりタイトだ。1月18日から通常国会がスタートするほか、7-9月にかけて、依然として不確実性は高いものの、東京オリンピック・パラリンピックの開催が予定されている。さらに、9-10月には、自民党総裁と衆議院議員の任期が満了するため、引き続き「解散総選挙」の時期が政治面での最大の焦点となる。

ただし、足元で感染拡大が続き、同時に支持率が大きく悪化している菅政権にとって、解散総選挙に打って出るチャンスは狭まりつつある。現状でのオプションは、①通常国会の冒頭解散(1月)、②2021年度予算成立後から東京オリンピック開幕までの期間(4-6月)、③パラリンピック閉会以降(9月以降)となる。

このうち、①の冒頭解散は事実上不可能だ。短期間で感染状況や支持率が大きく改善する見込みが薄いことに加えて、コロナ対応の2020年度第3次補正予算と2021年度本予算の審議を優先させる必要があるからだ。

②のオプションも相当に窮屈だ。2021年度予算成立直後の4月解散の場合、デジタル化その他の構造改革関連の法案成立が遅れる可能性が高い。デジタル庁設立(9月に予定)などで実績作りを急ぎたい菅政権としては、できれば避けたい日程感ではないか。一方、国会終盤の6月解散だと、東京都議選とバッティングする可能性が浮上する。与党を組む公明党は東京都議選を国政選挙なみに重視していることから微妙なオプションだ。

自民党には、任期満了が接近してからのいわゆる「追い込まれ解散」は避けたいという伝統的な考え方がある。しかし、昨今の情勢に鑑みるに、その可能性は徐々に高まってきているように見受けられる。

図表 11：タイトな政治日程となる2021年

主な政治・経済イベント

国内			海外	
2021年	1月18日	通常国会召集 (2020年度第3次補正予算と2021年度本予算を審議)	1月5日	ジョージア州上院議員選挙(決選投票)
			1月中旬	ドイツ・キリスト教民主同盟党首選
	3月	2021年度予算案成立	1月20日	米国大統領就任式
			3月5日	中国全人代
	6月	通常国会会期末	4月7日	G20 財務相・中央銀行総裁会議
	7月22日	東京都議の任期満了(夏に選挙)	5月	G7(ロンドン)
	7月23日	東京オリンピック(～8月8日)	7月9日	G20 財務相・中央銀行総裁会議(ベネチア)
	8月24日	東京パラリンピック(～9月5日)	8月下旬	FRBジャクソン・ホール会議
	9月30日	自民党総裁の任期満了	9月26日	ドイツ総選挙
	10月21日	衆議院議員の任期満了(4年間)	10月15日	G20 財務相・中央銀行総裁会議(ワシントン)
			10月30日	G20首脳会合(ローマ)

出所：ブルームバーグ，日本経済新聞，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

図表 12: 菅政権の支持率は急速に悪化している
政権支持率



出所：日経，朝日新聞，リアルポリティックス，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

馬場直彦

主要経済予測

	年度						暦年					
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
実質GDP (前年比)	-0.4	-5.5	4.5	1.6	1.2	0.9	0.3	-5.3	2.9	2.2	1.1	1.0
消費支出	-1.0	-6.6	2.8	1.0	0.8	0.8	-0.3	-6.3	1.0	1.6	0.7	0.8
設備投資	-0.5	-7.5	6.3	2.5	1.1	1.0	0.1	-6.6	2.8	4.2	1.0	1.1
住宅投資	2.5	-7.4	-1.2	0.5	0.5	0.5	3.9	-7.1	-2.7	0.5	0.5	0.5
民間在庫 (寄与度)	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
輸出	-2.5	-13.7	17.7	8.7	3.6	2.2	-1.4	-13.8	11.8	11.7	4.1	2.4
輸入	-1.2	-6.6	9.5	6.8	2.5	2.0	-0.4	-7.0	5.8	9.1	2.9	2.1
政府消費	2.0	3.2	2.6	0.9	1.0	1.0	1.9	2.4	3.6	0.9	1.0	1.0
公的固定資本形成	1.3	3.9	5.3	2.4	2.5	1.4	1.3	3.2	5.0	3.3	2.2	1.7
外需 (寄与度)	-0.3	-1.3	1.3	0.4	0.2	0.0	-0.2	-1.3	1.0	0.5	0.2	0.1
民間需要 (寄与度)	-0.6	-5.1	2.4	0.9	0.6	0.6	0.1	-4.8	0.9	1.4	0.6	0.6
公的需要 (寄与度)	0.5	0.8	0.9	0.3	0.4	0.3	0.4	0.6	1.0	0.4	0.3	0.3
名目GDP (前年比)	0.5	-4.5	5.5	2.6	2.1	2.0	0.9	-4.2	3.6	3.4	2.0	2.0
鉱工業生産 (前年比)	-3.7	-11.5	9.7	4.2	0.8	0.4	-2.7	-10.8	5.3	6.5	1.1	0.4
コアCPI (前年比)	0.6	-0.6	0.3	0.4	0.3	0.5	0.7	-0.2	-0.2	0.6	0.2	0.5
新コアCPI (前年比)	0.6	-0.2	-0.2	-0.1	0.3	0.5	0.6	0.2	-0.4	0.0	0.2	0.5
失業率 (%)	2.4	3.0	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4	2.8	3.1	2.9	2.7	2.6
経常収支 (兆円)	20.1	14.5	25.4	28.8	31.0	32.6	20.5	14.9	23.4	28.2	30.5	32.1
(対GDP比%)	3.6	2.7	4.5	5.0	5.3	5.4	3.7	2.8	4.2	4.9	5.2	5.4
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	103.0	100.0	100.0	99.0	99.0	109.0	103.2	100.0	100.0	99.0	99.0
ユーロ円レート (期末値)	118.4	128.8	125.0	130.0	128.7	128.7	121.0	126.2	128.0	130.0	128.7	128.7

	2020				2021				2022			
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
実質GDP (前期比年率)	-2.1	-29.2	22.9	3.2	0.2	4.7	5.2	4.7	0.4	0.9	0.9	0.9
消費支出	-2.4	-29.4	22.1	2.0	-4.0	3.7	4.5	2.5	0.5	0.5	0.6	0.6
設備投資	5.8	-20.8	-9.3	6.0	4.0	8.0	11.0	11.0	0.6	0.6	0.6	0.7
住宅投資	-14.1	2.0	-21.2	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
民間在庫 (寄与度)	0.6	0.4	-0.7	-0.1	0.2	0.2	-0.3	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
輸出	-19.6	-52.8	31.2	20.0	12.0	13.0	25.0	22.0	8.0	6.0	5.0	4.0
輸入	-12.0	5.5	-30.8	16.5	8.5	10.0	20.0	15.0	7.0	5.0	4.0	3.0
政府消費	-1.1	1.1	11.6	3.0	4.0	2.0	1.2	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0
公的固定資本形成	-0.2	7.8	1.9	3.0	5.0	7.0	7.0	5.0	3.0	1.0	1.0	1.0
外需 (寄与度)	-1.7	-12.7	12.0	0.4	0.5	0.5	0.7	1.2	0.2	0.2	0.2	0.2
民間需要 (寄与度)	-0.4	-19.6	8.0	1.9	-1.4	3.4	3.8	3.1	-0.1	0.4	0.4	0.4
公的需要 (寄与度)	-0.2	0.6	2.6	0.8	1.1	0.8	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
実質GDP (前年比)	-2.0	-10.3	-5.7	-3.2	-2.6	7.4	3.3	3.7	3.7	2.8	1.7	0.8
消費支出	-2.7	-11.1	-7.3	-3.8	-4.1	5.5	1.5	1.6	2.8	2.0	1.0	0.5
設備投資	-2.0	-8.0	-10.8	-5.3	-5.7	2.0	7.2	8.5	7.6	5.7	3.1	0.6
住宅投資	-4.0	-5.0	-10.5	-8.8	-5.3	-5.7	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
輸出	-5.9	-21.9	-15.7	-12.1	-4.5	18.8	17.4	17.9	16.8	14.9	10.0	5.7
輸入	-3.9	-3.7	-13.3	-7.0	-2.0	-1.0	13.7	13.3	12.9	11.6	7.7	4.7
政府消費	1.4	1.4	3.3	3.5	4.8	5.1	2.5	1.9	1.0	0.8	0.7	0.9
公的固定資本形成	1.3	4.7	3.8	3.1	4.4	4.2	5.5	6.0	5.5	4.0	2.5	1.5
名目GDP (前年比)	-1.1	-9.0	-4.6	-2.2	-2.1	7.7	4.3	4.9	5.1	4.2	2.6	1.8
鉱工業生産 (前年比)	-4.5	-19.8	-12.7	-5.6	-7.8	13.7	7.6	7.6	10.3	8.2	5.6	1.8
コアCPI (前年比)	0.6	-0.1	-0.2	-0.9	-1.0	-0.6	0.4	0.6	0.8	0.9	0.2	0.4
新コアCPI (前年比)	0.7	0.3	0.1	-0.5	-0.6	-0.6	-0.2	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.1
失業率 (%)	2.4	2.8	3.0	3.0	3.2	3.1	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8
貿易収支 (兆円)	0.5	-1.5	1.5	0.2	0.6	1.3	2.3	1.0	1.3	2.0	2.9	1.2
経常収支 (兆円)	5.8	1.4	5.3	2.4	5.4	5.3	8.4	4.3	7.4	6.7	9.4	4.8
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	103.0	102.0	101.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
ユーロ円レート (期末値)	118.4	121.1	122.6	126.2	128.8	129.5	128.3	128.0	125.0	126.0	128.0	130.0

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」で生産性は改善するのか？	2020年12月10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
スガノミクス：「デジタル化」の現状と課題を浮き彫りにする	2020年10月2日
「リモートワーク」における高い中国依存は今後も続く	2020年9月18日
日本の個人投資家は米ドルに帰還	2020年9月16日
企業債務拡大の費用対効果	2020年8月27日
危機下でも高付加価値化が輸出を下支え/円高耐性も高まる	2020年8月18日
ウイルスと「共存」する経済：消費への影響は持続する	2020年8月7日
ウイルスと「共存」する経済：「越境制限」の経済コスト	2020年7月28日
ドル・ヘッジコストの急低下は、今後の対米債券投資を後押し	2020年7月17日
イールドカーブ・コントロール：日本の経験を振り返る	2020年7月10日
「休業者」急増のベネフィットとリスク	2020年6月25日
企業の現預金保有インセンティブと設備投資の関係を再考する	2020年6月12日
倒産の「増加と小型化」	2020年6月2日
製造業サイクル：先行指標から、ボトムとリバウンド力を探る	2020年5月26日
コロナ危機に伴う財政悪化と金融政策	2020年5月13日
生産のテイル・リスクをモニタリングする	2020年4月24日
日銀の消費活動指数を先取りする：3月は東日本大震災直後並みの下落を予想	2020年4月17日
強い失業リスクに晒される若年層の非正規労働者	2020年4月15日
日本を取り巻く世界の需給リスク	2020年4月3日
「東京都ロックダウン」の経済インパクト	2020年3月31日

日本Views / 日本経済フラッシュ

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
Japan Views: 「解散・総選挙」に関するQ&A	2020年9月25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
Japan Views: 当面のリスクは、消費よりも生産	2020年7月2日
日本経済フラッシュ: 外国人労働者の受け入れ再開へ、しかし当面、増加ペースは急減速か	2020年6月30日
日本経済フラッシュ: 生産モニタリング: 当面は厳しい状況が続くが、リバウンドが視野に	2020年6月26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/取締役の兼務；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。米国外のアナリスト：米国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)

Instruction 598に関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 Instruction 598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：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

INH00001493、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进行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S.A.が、オランダではゴールドマン・サックス・ブラジル: 0800 727 5764 および/または ouvidoriagoldmansachs@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)。Ouvridoria Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou ouvidoriagoldmansachs@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、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および欧州連合内での本資料の配布を承認しています。

欧州委員会: 英国ブルーデンス規制機構により認可され、英国金融行動監視機構ならびに英国ブルーデンス規制機構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は、欧州連合域内および英国国内における本資料の配布を承認しております。

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、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SFSより「第三国支店」として認可されており、スウェーデン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ヤ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, Tyksland)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、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、必要で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上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。金融商品取引が行われる場合は、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。