

日本経済アナリスト

2021年の日本経済：市場予測を上回るリバウンドを想定

- 当社は11月7日付で、2021年以降のグローバル経済見通しをアップデートした。2021年の実質GDP成長率は世界全体で+6.0%と、2020年の-3.9%（見込み）から、市場予測を上回る大幅なリバウンドを予想している。特に高成長が見込めそうなのが、先進国では欧州の多くの国及び米国、新興国ではインドと中国だ。いずれも2020年中に感染対策で厳しいロックダウンが課された国だ。日本では、主要国との対比では緩やかながらも2020年の-5.3%（見込み）から2021年は+3.3%へと、やはり市場予測を明確に上回る持ち直しを予想する。また年度ベースでは、2020年度の-5.3%から2021年度は+4.6%へと、暦年ベースよりも回復が鮮明なものとなっている。
- 日本経済のコロナ危機からの回復は、他の先進国から遅れてきた。また、最近の欧米における感染状況の急激な悪化や、足元での日本国内での感染増加に鑑み、日本経済に関するリスクも、冬場を中心に短期的には下方に強い。ただし、より長い目線で見れば、市場予測を上回る当社の成長率見通しは妥当と考えている。第1に、消費に関しては、(1)感染状況と人々のモビリティとの間の相関の顕著な低下（ウイルスとの共存姿勢の高まり）、(2)サービス等における企業マインドの大幅な改善、(3)オンライン・ショッピングの利用増加、といったポジティブな兆候が見られている。さらに当社では、日本でも2021年半ば以降、ワクチンが広く流通すると予想している。第2に、設備投資についても、企業マインドの改善やデジタル投資の活発化などを材料に、比較的強気な見方を堅持している。
- 政策面では、第3次補正予算の策定を織り込んでいる。規模は15兆円程度と、第1次・2次補正予算に比べるとかなり小規模なものとなるだろう。日銀はこれまでと同様に、新型コロナ対応の資金繰り支援プログラムの円滑な執行に重点を置き、12月ないし1月の決定会合において、現在2021年3月末までの同プログラムの期限延長を決定する可能性が高いと思われる。これ以外では、日銀は、政府が追加発行する国債の円滑消化のために、必要に応じて機動的に国債買入を調節するという意味において、受動的な役割へと傾斜を強めていこう。また、金融システムに多大な負担を与えるマイナス金利深堀りは、できる限り避けたいオプションだ。企業金融サポートのために金融仲介機能の着実な発揮が求められているコロナ危機下ではなおさらだ。ただし、1ドル100円を明確に割り込むような円高化が進行した場合には、日銀は難しい選択を迫られる可能性がある。

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.

2021年の日本経済：市場予測を上回るリバウンドを想定

2021年のグローバル経済は、ワクチン流通もあり強くリバウンド

当社は11月7日付で、2021年以降のグローバル経済見通しをアップデートした(図表1)¹。2021年の実質GDP成長率は世界全体で+6.0%と、2020年の-3.9%(見込み)から、市場予測を上回る大幅なリバウンドを予想している。特に高成長が見込めそうなのが、先進国ではスペイン(+7.1%)、フランス(+7.0%)、英国(+6.1%)等の欧州各国及び米国(+5.3%)、新興国ではインド(+10.0%)及び中国(+7.5%)だ。いずれも2020年中に感染対策で厳しいロックダウンが課された国に相当する。日本でも主要国との対比では緩やかながらも、2020年の-5.3%(見込み)から2021年は+3.3%へと、市場予測(+2.5%)を明確に上回る持ち直しを予想している(年度ベースでは、2020年度の-5.3%から2021年度は+4.6%へと、より強いリバウンドを想定)。

なお、2021年の当社成長率予測は、主要国の多くで市場予測を上回っているが、主な例外が中国だ。中国ではいち早く経済が回復しており、2021年は政策面でも正常化へ向けて舵が切られると予想している。

図表 1: 2021年のグローバル経済は、強くリバウンド
グローバル経済の実質GDP成長率予測

	2019年	2020年		2021年		2022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	2.2	-3.5	-3.9	5.3	3.8	3.8	2.8
日本(暦年)	0.7	-5.3	-5.6	3.3	2.5	2.0	1.5
(年度)	0.0	-5.3	-6.1	4.6	3.4	1.4	1.4
ユーロ圏	1.3	-7.2	-7.7	5.3	5.2	4.3	2.6
ドイツ	0.6	-5.8	-5.8	3.7	4.4	4.2	2.7
フランス	1.5	-9.2	-9.5	7.0	6.6	4.7	2.7
イタリア	0.3	-8.7	-9.8	6.0	5.5	3.6	2.6
スペイン	2.0	-11.6	-12.0	7.1	6.4	6.4	4.3
英国	1.3	-10.5	-10.0	6.1	5.5	7.3	2.9
アジア	4.7	-1.9	-0.5	7.1	4.8	5.4	4.8
中国	6.1	2.0	2.0	7.5	8.0	5.7	5.4
インド	4.9	-8.9	-9.0	10.0	7.4	7.2	6.9
韓国	2.0	-1.3	-1.1	3.6	3.1	2.5	2.8
オーストラリア	1.8	-4.1	-3.6	4.7	3.0	5.3	3.2
ブラジル	1.1	-4.6	-5.2	4.0	3.5	3.0	2.3
ロシア	1.3	-4.0	4.0	5.0	3.0	3.0	2.3
先進国	1.6	-5.4	-5.6	5.0	4.2	4.0	2.7
新興国	4.0	-2.7	-0.7	6.8	5.0	5.0	5.0
世界	3.0	-3.9	-4.0	6.0	5.2	4.6	3.7

出所：ブルームバーグ、JCER、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

最近の感染状況の急激な悪化対処すべく、いくつかの欧州諸国では、再び部分的なロックダウンが始まっている。また米国でも、現時点でこそ外出規制等が課される兆しはみられないものの、感染者数は顕著に増加している。これらを考慮し、当社では欧州(2020年10-12月期)の成長率見通しを大きく引き下げたほか、米国(2021年1-3月期)でも下方修正した。短期的にはリスクは下方に強いと思われるものの、より長い目でみれば、当社では引き続き、市場予測を上回るグローバル経済見通しを妥当と考えている。この最大の要因は、ワクチンに関する当社予測にある²。当社では、現在入手可能

¹ 詳細は、ハチウス・ストライプン「(ワクチン主導の)V字回復」グローバル経済アナリスト(2020年11月7日)参照。

² 詳細は、ストライプン・ミロ「COVID-19ワクチンの見通しに関するQ&A：承認は近い」グローバル経済アナ

な情報を基に、2021年初頭から米国を皮切りにワクチンの流通が始まり、同年前半中には日本を含む他の先進国も追従できると予想している。

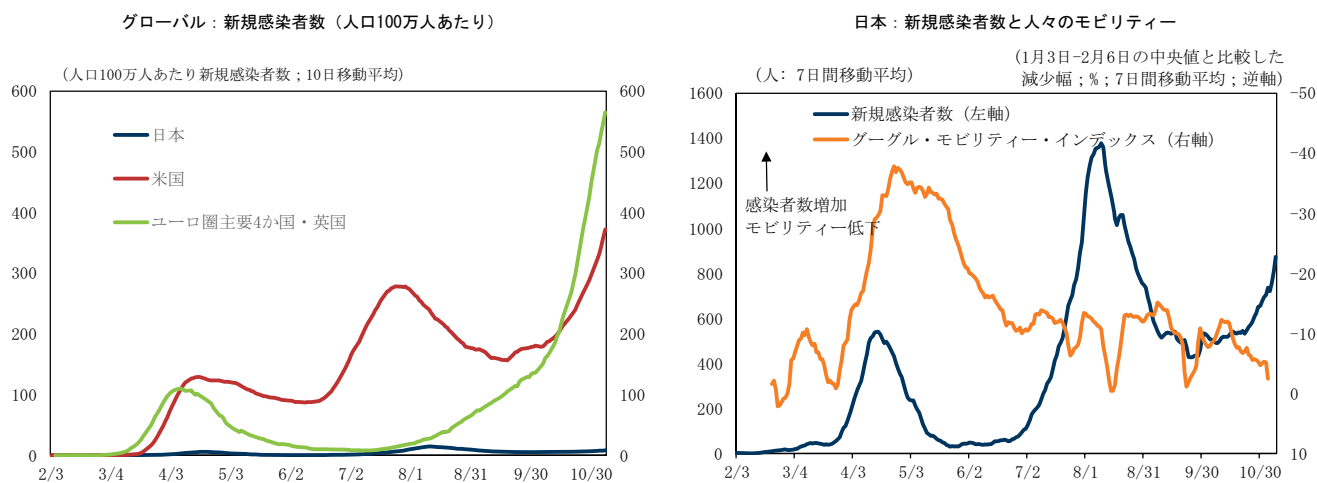
11月3日の米国大統領選挙では、民主党のバイデン氏が大統領の座を確保した。一方、議会選挙では、下院では民主党が、上院では共和党が優勢のようだ（もっとも、上院の結果は1月初まで確定しない可能性が高く、依然として不透明感が残っている）。もしこのまま議会のねじれ状態が解消しない場合には、バイデン政権の追加財政パッケージにも制約がかかることになろう。もっとも、それでも当社では1兆ドル程度のパッケージが可決されるとみている。これは「ブルーウェーブ」が実現した場合に当社が予想していた規模の半分以下だが、それでも今後数四半期に亘って米国経済を下支えする効果を発揮するはずだ。

この間、債券市場では、米国の経済ファンダメンタルズの改善とともに、2021年末に米国長期金利は1.3%まで上昇すると考えている。先進各国の長期金利も、緩やかにこれに連れて上昇するだろう。為替市場では、対人民元を中心に全般的な「ドル安」傾向が進行するとみている。ドル円レートは、足元の103円台中盤から緩やかに円高方向に向かい、2021年末に100円への到達を予想している。

日本経済：遅れながらも、着実に回復

日本では、他の先進国対比で感染者数は圧倒的に少ない（図表 2左）。それでも日本経済の回復は、米欧対比で遅れていた。その主因は、①自主的に外出を控える等、自粛ムードが強い日本人の特性、②オンライン・ショッピングの普及の遅れ³、③長生きリスクへの不安⁴をはじめとする本源的な消費力の弱さに求められると、当社では考えている。

図表 2：日本の感染状況は、米欧対比で相当に軽微



右図のモビリティ・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：2020年11月4日）。

出所：NHK, Google LLC, Haver Analytics, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

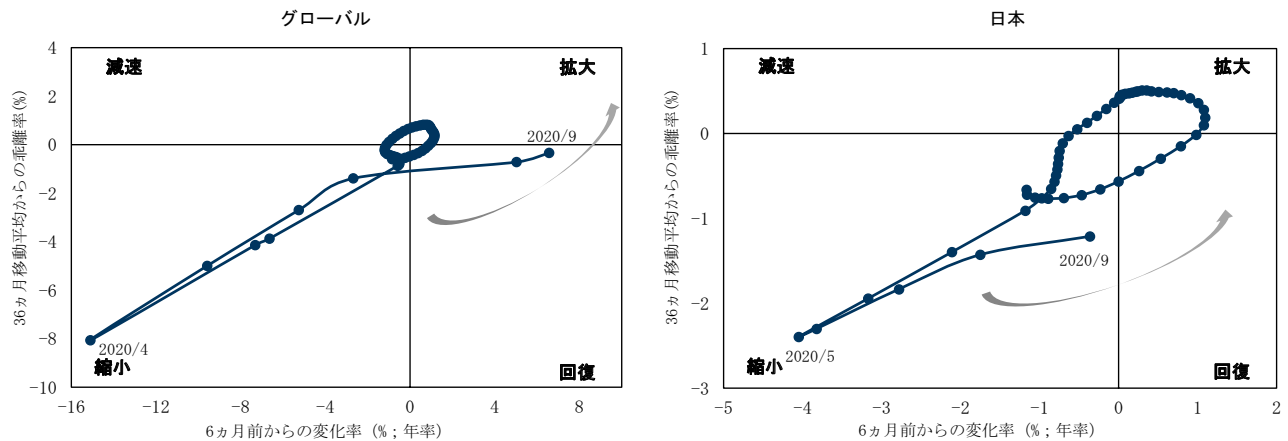
リスト（2020年10月15日）参照。

³ 詳細は、馬場直彦「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」日本経済アナリスト（2020年10月2日）参照。

⁴ 詳細は、馬場直彦「高齢化への強い不安が、働き盛り世代の消費を圧迫している」日本経済アナリスト（2016年4月13日）参照。

例えば、OECDのビジネス・サイクル・クロックをみると、グローバルでは2020年4月にボトムを打った後、9月時点で既に拡大局面入りを目前に控える位置にまで進んでいる（図表 3左）。これに対して日本では、ボトムを打ったタイミングは1ヶ月遅れただけにもかかわらず、9月時点で回復局面に漸く差し掛かかろうとしているところだ（図表 3右）。しかしラグを伴いながらも、グローバル経済の後を追って着実に回復してきているのも確かだ。菅首相は、感染防止と経済活動の再開の両立を目指しており、経済に大きな負担を強いる緊急事態宣言の再発令は基本的に考えていない。

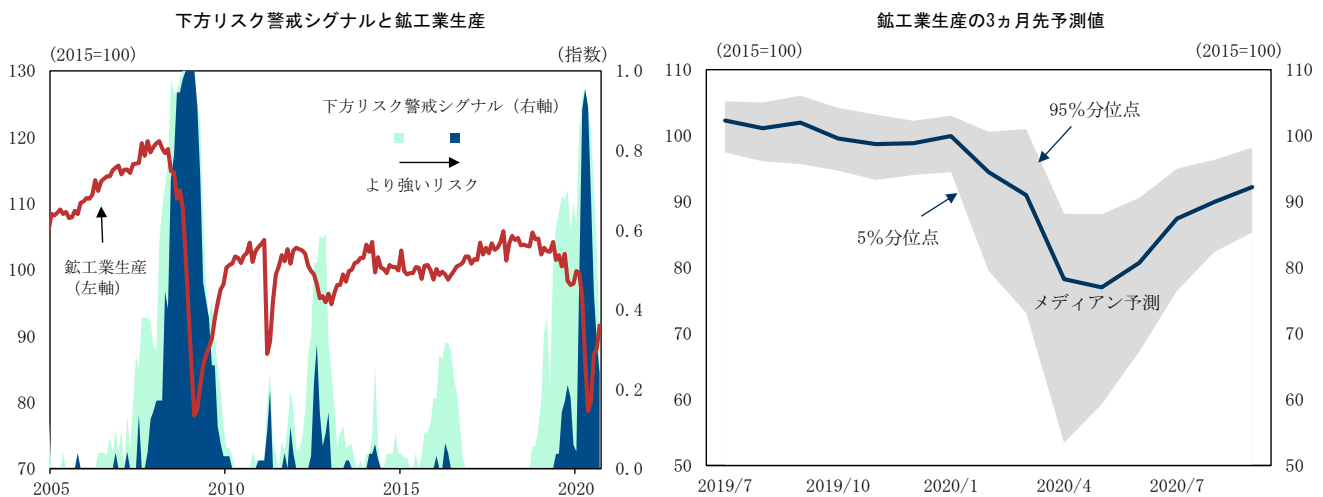
図表 3: 日本経済は、遅れながらも着実に回復に向かっている
OECDのビジネス・サイクル・クロック (2016年1月～)



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

加えて、日本経済を巡る下方リスクも、ここに来て大きく軽減されている。24の先行指標から当社が作成している下方リスク警戒シグナル (0から1までの値をとり、1が最も下方リスクが強い) は、4月にピークを打った後大きく低下し、最近ではコロナ危機前の状態にほぼ回帰している（図表 4左）⁵。これと整合的に、鉱工業生産の3ヵ月先当社予測値をみても、下方テイルリスクは4月以降大きく低下している（図表 4右）。

図表 4: 生産の下方リスクは大きく軽減



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

⁵ 詳細は、馬場直彦「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」日本経済アナリスト (2020年5月26日) 参照。

当面は、米欧における感染状況の急激な悪化が日本経済にも新たなリスク要因となる。また日本国内でも足元で感染が徐々に増えている（[図表 2右](#)）。これらを勘案し、日本についても2020年10-12月期の実質GDP成長率を前期比年率+3.9%（従来予測：+8.7%）へと大きく下方修正している。もっとも同時に、2020年7-9月期GDP予測（11月16日公表予定）については、既に公表された堅調な輸出・消費等を反映し、同+19.9%へと（従来：+15.5%）から上方修正している（四半期予測の詳細は、巻末の経済予測表を参照）。

しかしながら当社では、日本でも2021年前半中にはワクチンの流通が始まると予想しており⁶、また以下で説明する他の要因も手伝い、より長い目でみれば日本経済は着実な回復基調に止まり続けるとみている。以上を総合して、上述のとおり、日本の2021年の実質GDP成長率を+3.3%と、2020年（見込み）の-5.3%からリバウンドを予想している（[図表 5](#)、[図表 6](#)）。2021年の当社予測は、市場予測（+2.5%）を明確に上回っている。また年度ベースでは、2020年度の-5.3%から2021年度は+4.6%へと、暦年ベース対比で回復がより鮮明な姿となっている。

感染拡大やワクチン関連の他では、政府による様々な給付金効果が剥落した後の所得環境もリスク要因となり得る。もっとも当社の標準シナリオでは、経済再開に伴う雇用者所得の増加に、追加的な財政サポートが重なることで、何とか乗り切れるとみている。加えて、夏場に予定されている東京オリンピック・パラリンピックの開催にも依然として大きな不確実性がある。当社では、規模を当初の半分程度に縮小した上での実施を予測に織り込んでいる。当社では、元々オリンピックの経済効果を相当に保守的に見積もってきたため、中止が決定された場合でも経済的な悪影響は極めて限定的（GDPの0.1%弱）と考えている。

図表 5: 日本でも、市場予測を上回る回復を予想

日本経済予測

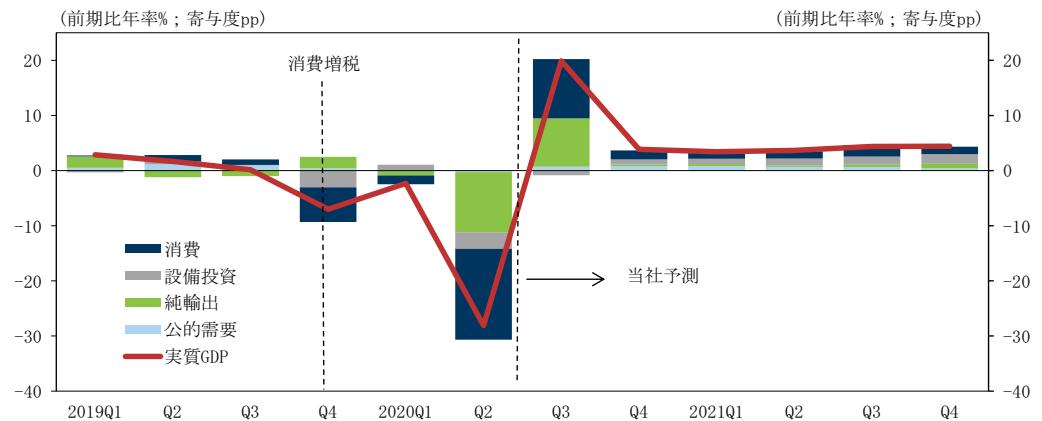
	年度				暦年			
	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
実質GDP（前年比）	0.0	-5.3	4.6	1.4	0.7	-5.3	3.3	2.0
消費支出	-0.6	-6.1	3.5	1.0	0.1	-6.1	2.3	1.4
設備投資	-0.2	-5.6	6.7	2.4	0.7	-5.3	4.1	4.0
住宅投資	0.5	-5.8	-0.2	0.5	2.1	-6.4	-1.0	0.5
民間在庫（寄与度）	-0.1	0.3	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.2	-0.1
輸出	-2.5	-15.1	17.1	8.7	-1.6	-14.7	10.6	11.7
輸入	-1.5	-6.6	9.8	6.8	-0.7	-7.3	6.2	9.1
政府消費	2.3	0.8	1.6	0.9	1.9	1.0	1.8	0.8
公的固定資本形成	3.1	2.6	5.4	2.4	2.9	2.3	5.0	3.3
外需（寄与度）	-0.2	-1.4	0.9	0.2	-0.2	-1.2	0.6	0.3
民間需要（寄与度）	-0.4	-4.2	3.0	0.8	0.4	-4.4	2.1	1.3
公的需要（寄与度）	0.6	0.3	0.7	0.3	0.5	0.3	0.6	0.4
名目GDP（前年比）	0.8	-4.3	5.7	2.4	1.3	-4.2	4.1	3.1
鉱工業生産（前年比）	-3.7	-11.6	11.0	4.2	-2.7	-11.1	6.8	6.5
コアCPI（前年比）	0.6	-0.6	0.5	0.4	0.7	-0.2	0.0	0.6
新コアCPI（前年比）	0.6	-0.1	0.1	-0.1	0.6	0.2	-0.2	0.0
失業率（%）	2.4	3.0	3.0	2.9	2.4	2.8	3.1	2.9
経常収支（兆円）	19.7	13.2	21.8	24.9	20.1	14.1	19.9	24.3
（対GDP比%）	3.6	2.5	3.9	4.3	3.6	2.7	3.6	4.3
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）	107.5	103.0	100.0	100.0	109.0	103.0	100.0	100.0
ユーロ円レート（期末値）	118.4	120.5	125.0	128.0	121.0	120.0	125.0	128.0

コアCPIは生鮮食品を除く、新コアCPIは生鮮食品及びエネルギーを除く。

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

⁶ 日本政府も、2021年前半までに国民全員分のワクチンを確保する体制を整える方針だ（8月29日日経）。

図表 6: 緩やかながらも着実に回復
実質GDP成長率の四半期パス



出所: 内閣府, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

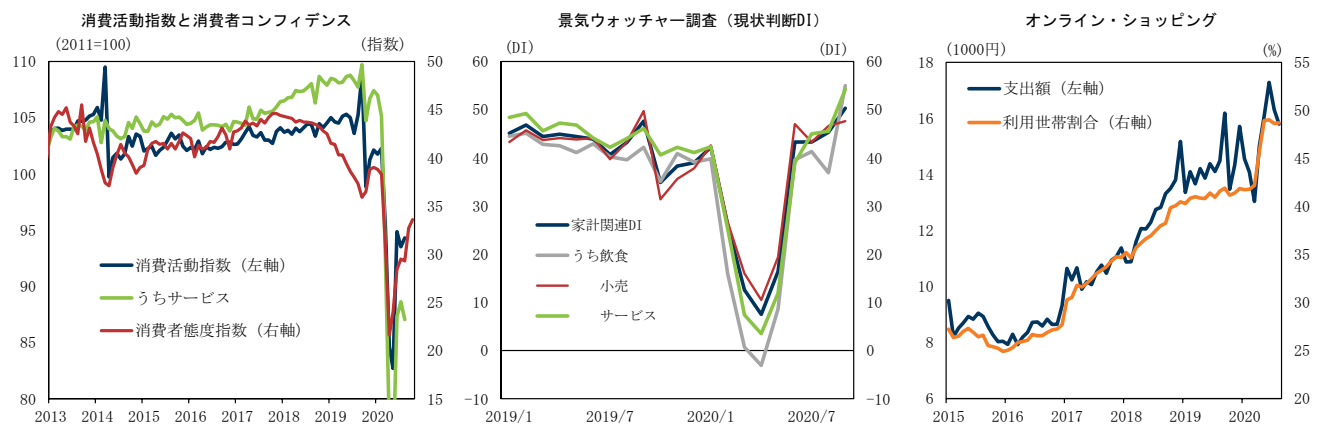
日本経済の項目別見通し: 消費・設備投資・輸出で、緩やかな回復持続を予想

消費: ポジティブな兆候が増えつつある

消費は、サービスを中心に依然として極めて弱い状態にある(図表 7左)。しかし逆に言えば改善の余地は大きく、さらに以下のようなポジティブな兆候が増えつつあることから、当社では2021年を通じて回復傾向が続くとみている。

第1に、感染状況と人々のモビリティとの間の相関が失われつつあり、ウイルスとの共存姿勢の高まりが窺える(図表 2右)。これは特にサービス消費にポジティブだ。今後ワクチンの流通とともに、この傾向は一層明確なものとなるだろう。第2に、感染拡大で特に大きな打撃を受けた飲食や小売・その他サービスを中心に企業マインドは大きく改善し、コロナ危機前の水準を既に取り戻している(図表 7中)。「Go To トラベル」キャンペーンなどの政府主導の消費喚起策も好感されているようだ⁷。第3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も顕著に増加している(図表 7右)。

図表 7: 消費はポジティブな材料が増えつつある

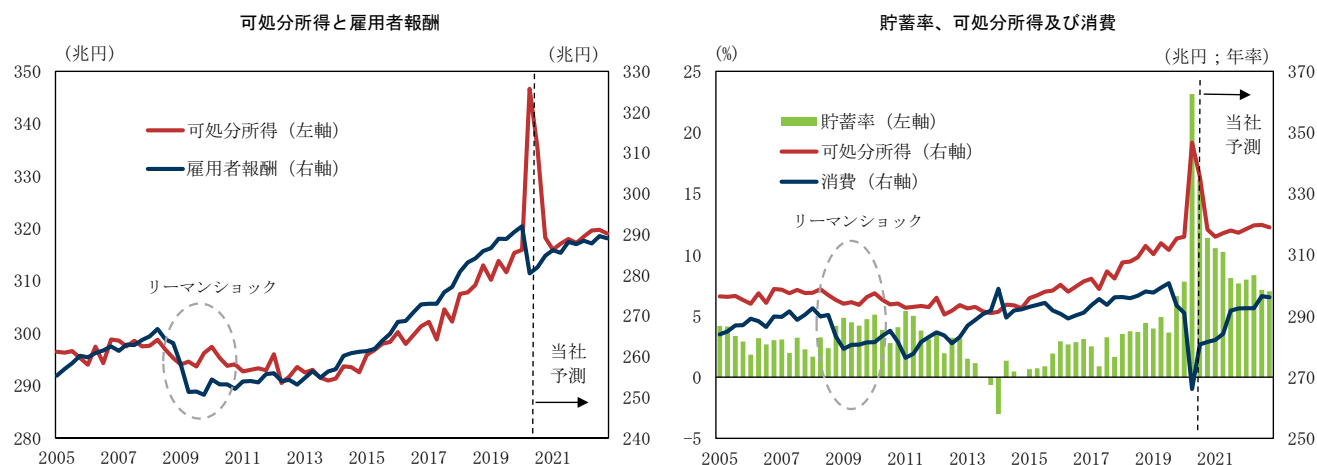


出所: 日銀, 内閣府, 総務省, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

⁷ 詳細は、馬場直彦「東京除外の「Go Toトラベル」キャンペーンの効果を探る」日本経済フラッシュ (2020年7月27日) 参照。

所得環境をみると、2020年4-6月期には、雇用者報酬は減少したものの、政府の給付金等により可処分所得が一時的に急増した（[図表 8左](#)）。これに消費の急減が加わり、貯蓄率は23%にまで上昇した（[図表 8右](#)）⁸。当社では、今後経済活動の再開が加速するに連れて雇用者所得が徐々に回復し、それが給付金の剥落効果を相殺することで、消費に対する悪影響は概ね回避されると予想している。他の主要国の中でも際立って安定している雇用もポジティブだ。ただし無論、これが実現しない場合には、国内での感染再拡大やワクチン普及の遅れとともに、当社の消費回復シナリオにとってはリスク要因となり得る。菅首相は11月にも第3次補正予算の編成に着手する意向を示している（後述）。当社では、この追加的な財政措置も、所得環境正常化に向けたサポート材料となると考えている。

図表 8：所得環境は徐々に正常化へ



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

設備投資：「デジタル化」が牽引

設備投資は、足元での収益環境の悪化や冬場の感染状況を巡る不確実性などから、2020年一杯は弱い状態が続くと予想される。しかし、外需環境の好転（[図表 3左](#)）や企業マインドの急激な改善（[図表 9](#)）、さらにはデジタル投資需要の高まりなどにも支えられて、当社では2021年に顕著な回復を見込んでいる。

デジタル投資については、当社ではかねてより、人口動態悪化に起因する人手不足対応の一環として、主として労働集約的なサービス・セクターにおけるICT投資需要の高まりに注目してきた（[図表 10](#)）。これは長期的に持続性の高い需要と思われる。加えて、今回のコロナ危機により、デジタル行政面での欠陥や企業サイドでのテレワーク対応等の著しい遅れが明らかとなった。これらを通じて、官民挙げたICT投資の拡大とデジタル・リテラシー改善の重要性が一層クローズアップされている。菅首相もデジタル庁の新設等を通じて、デジタル化を最優先課題のひとつとして推進する構えだ。政府主導のデジタル化の推進は、リモートワーク関連に止まらずより広い分野で、企業のICT投資需要をさらに高めると、当社では予想している。

当社の設備投資見通しに対する最大のリスクは、日本のみならず主要輸出先、特に米国での感染の長期に亘る拡大だ（[図表 2左](#)）。外需の減退に加えて、企業マインドの再悪化を招く可能性が高くなる。

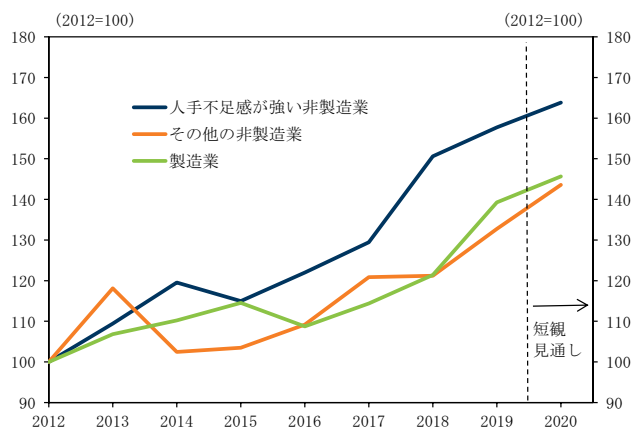
⁸ 詳細は、田中百合子「コロナ渦中に家計・企業へ「お金」の流入が急増も、既に正常化への動き」日本経済フラッシュ（2020年10月26日）参照。

図表 9: 企業マインドは大きく改善
設備投資と企業マインド



出所: 内閣府

図表 10: コロナ危機で更なるICT投資の必要性が明らかに
ソフトウェア投資



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

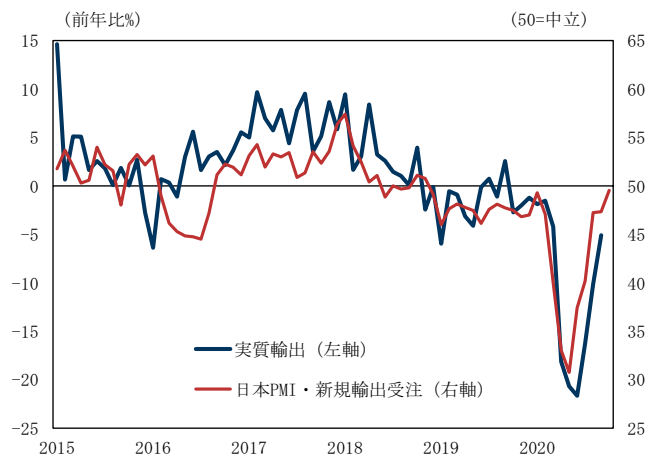
輸出: 米国の動向が鍵

輸出は5月をボトムに増加に転じ、その後足元まで順調に回復している (図表 11)。地域別にみると、いち早く経済が再開した中国向けは、既に5月に2019年の平均水準を上回り、その後も増加を続けている (図表 12)。他の地域向けは回復が多少遅れたものの、5-6月にボトムを打った後は、総じて緩やかな増加傾向が続いている。

今後も、前述のとおりビジネス・サイクル・クロックでみたグローバル経済は、これから「拡大期」を迎える可能性が高いこと (図表 3)、さらに輸出に先行する日本製造業PMI (新規輸出受注) をみても、堅調なリバウンドが続いていることなどから (図表 11)、当社では、2021年を通じて輸出は増加基調を辿ると予想する。

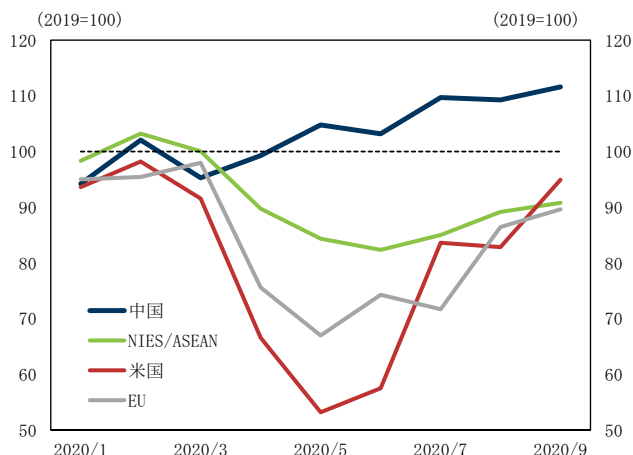
最大のリスクは、特に米国など、日本の輸出依存度が高い国における感染の拡大による内需の停滞やサプライチェーンの混乱だ (図表 2左)。

図表 11: 先行指数は、輸出の更なる回復を示唆
日本製造業PMI (新規輸出受注) と実質輸出



出所: 日銀, Haver Analytics

図表 12: 輸出は中国向けを皮切りに、その他の地域向けも改善が続く
国・地域別の実質輸出



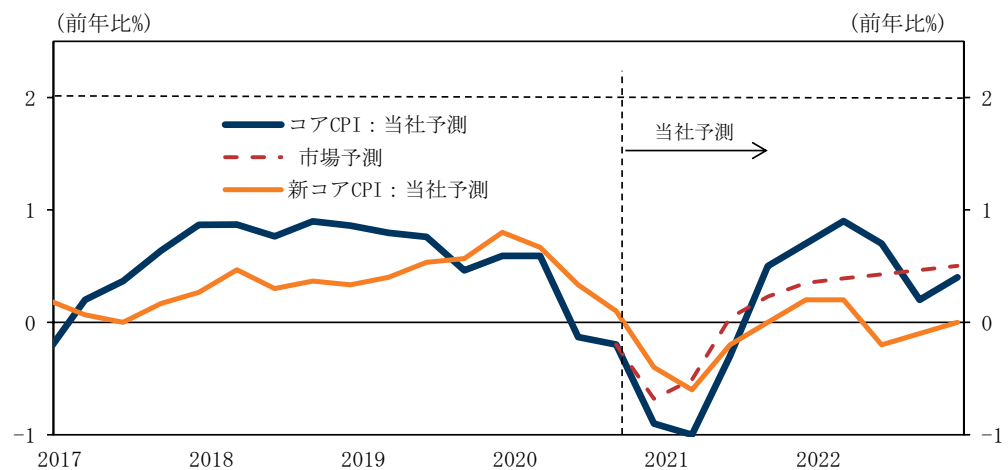
出所: 日銀

物価：低空飛行が続く

コロナ危機による需給ギャップの急激な悪化や原油価格の低迷、さらには、観光分野における補助金制度である「Go To トラベル」等、政府主導の消費喚起策等の影響を受けて、コアCPIインフレ率は当面、ボトムを探る展開が続くだろう⁹。

2021年中には、こうした要因（特に原油要因）が徐々に剥落することで上昇に転じるものの、日銀のインフレ目標である2%はおろか、1%にも届かない状況が続くと思われる。加えて、菅首相は携帯通信価格の大幅引き下げを通信業者に強く求めている¹⁰。これがどの程度実現するかには高い不確実性があるが、さらなる下振れをもたらすことは間違いない。

図表 13: 物価は低空飛行が続く
CPI予測



コアCPIは生鮮食品を除く、新コアCPIは生鮮食品及びエネルギーを除く。

出所：日銀, J CER, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

経済政策：財政政策が軸

財政政策：第3次補正予算を策定へ

菅首相は、11月に第3次補正予算の策定に着手し、来年1月に召集される通常国会で成立させる意向を明らかにしている。第1次・2次補正予算では、居住者に対する一律の給付金や緊急融資スキームなどの「危機対応」で規模が大きく膨らんだが(図表 14)、企業・個人ともに、こうした資金需要は既に大幅に減少している(後述)。

従って、第3次補正予算は、より対象を絞った形での企業向け資金繰り支援や現金給付金(低所得者・子育て世帯等)や雇用助成金に加えて、消費喚起策として定着しつつある「Go To トラベル」等の延長・拡大が中心となるだろう。規模については不確実性が高いが、今回の予測改訂においては、第2次補正予算で計上された予備費の未使用分約8兆円を含めて15兆円程度と仮定した。これは、様々な方法でかさ上げされた総事業費ベースではなく、実際に補正予算として計上される額である点に留意されたい。これら

⁹ 詳細は、太田知宏「物価ダッシュボード：携帯通話料の4割値下げは2%の消費税率引き下げに相当する」日本経済フラッシュ(2020年10月8日)参照。

¹⁰ 詳細は、馬場直彦「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」日本経済フラッシュ(2020年9月23日)参照。

は、基本的に追加の国債発行でファイナンスされると予想している。

さらに、過去2回の補正予算と同様に、所得移転中心の内容と仮定して、GDPの押し上げ効果を3兆円程度（2020年の名目GDP<見込み>の0.6%弱）としている。所得移転は、そのままではGDPに計上されず、消費や設備投資に回ってはじめてGDPを押し上げる。このうち約3分の2が2021年中に、残りが2022年中に計上されると仮定として、予測に織り込んだ。

図表 14: 危機時対応の財政支出の必要性は薄れている
第1次・2次補正予算の概要

(兆円)	2020年度 補正予算
合計	57.6
1次補正予算	25.7
個人向け特別定額給付金（1人10万円）	12.9
中小事業者への持続化給付金等支援金	2.3
中小企業向け資金繰り支援	3.7
雇用調整助成金	0.8
消費喚起キャンペーン（Go To キャンペーン）	1.8
サプライチェーン対策	0.9
感染対策・医療対策等	1.8
納税猶予	
予備費	1.5
2次補正予算	31.9
中小事業者へ家賃支援給付金・持続化給付金	4.0
中小企業向け資金繰り支援	8.8
企業向け資金繰り支援（資本注入）	1.4
雇用調整助成金	0.8
医療体制強化	3.0
予備費	10.0

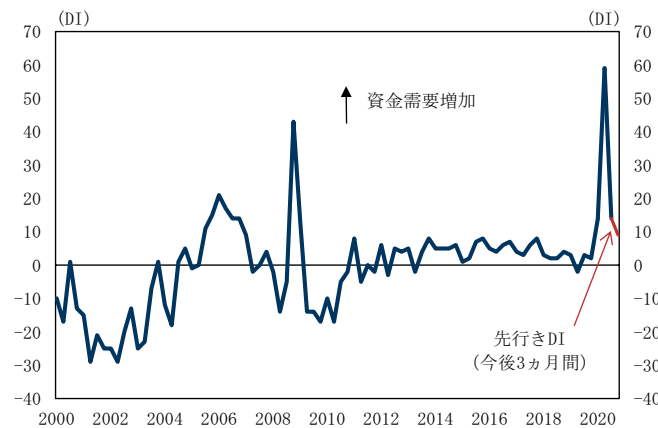
出所：財務省，内閣府，経済産業省，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

金融政策：受動的な役割に一層傾斜

2020年4-6月期にピークを付けた企業の資金需要は、足元では大きく減少している（図表 15）。しかし、日銀による資金繰り支援特別オペの残高は、依然として増加している（図表 16）。この支援スキームでは、政府が金利負担のみならず、信用保証協会による保証を付与する一方で、日銀が実際に企業に貸し付けを行う金融機関に対し流動性を供給する。こうした有利な条件が、企業サイドの需要とともに、金融機関の積極的な融資スタンスを後押ししているものと思われる。

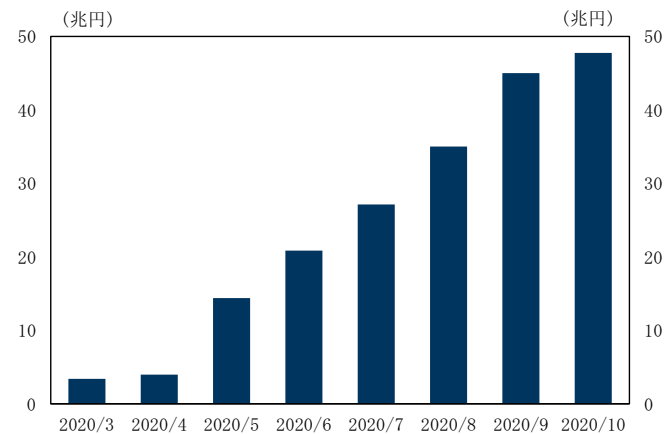
今後の感染状況や経済の回復パスについて、引き続き不確実性が高い中で、日銀にはこれまでと同様に、上述の資金繰り支援の効果を見極めつつ、その円滑な執行を確保することが求められるだろう。また、本オペとCP・社債買入枠の増額は、2021年3月末までの時限措置となっているため、12月あるいは1月会合で少なくとも6ヵ月の延長が決定される可能性が高いと思われる。

図表 15: 企業の資金需要は、足元では大きく減少
金融機関からみた企業の資金需要



出所：日銀

図表 16: もっとも、日銀の資金繰り支援の利用は引き続き増加
日銀の資金繰り支援特別オペ残高



出所：日銀

危機対応以外では、日銀は、政府が追加発行する国債の円滑消化のために、必要に応じて機動的に国債買入を増加し、イールドカーブを低位安定に保つという受動的な役割への傾斜を強めていくものと思われる。金融システムに多大な負担を与えるマイナス金利深堀りは、引き続き避けたいオプションだ。企業金融サポートのために金融仲介機能の着実な発揮が求められているコロナ危機下ではなおさらだ。しかし、1ドル100円を明確に割り込むような円高化が進行した際には、日銀は難しい選択に迫られる可能性があるため留意が必要だ。

金利正常化は、日銀が為替レートを気にするあまり、少なくともFedが数回利上げを行ってからと予想されるため、依然として視野に入らない。当社では、Fedの利上げ開始は2025年初になると予想している。

政治：「解散総選挙」の時期が最大の焦点

2021年の政治日程は、かなりタイトなものとなりそうだ（図表 17）。1月から通常国会がスタートするほか、不確実性は高いものの、7-9月にかけて東京オリンピック・パラリンピックが予定されている。このほか、9-10月には、自民党総裁と衆議院議員の任期が満了する。こうした中で、引き続き「解散総選挙」時期が最大の焦点となるだろう。この主な理由は以下の3点に求められる。

第1に、自民党内には元来、任期満了が接近してからのいわゆる「追い込まれ解散」を避けたいという伝統的な考え方がある。第2に、菅政権の支持率が高いうちの方が、選挙を有利に戦える可能性が高い（図表 18）。第3に、菅首相が看板政策として掲げる構造改革や規制緩和を遂行するには、総選挙に勝利することで長期政権を確立する必要があるとの根強い観測がある（図表 19）。

候補時期としては、(1)1月に召集される通常国会での冒頭解散、(2)来年3月後半に2021年度予算が成立した後、(3)東京五輪・パラリンピック後の3つが、メディア等で指摘されている¹¹。

¹¹ 詳細は、馬場直彦「解散・総選挙に関するQ&A」Japan Views（2020年9月25日）参照。

図表 17: 2021年の政治日程はタイト

2020年	9月16日	菅内閣誕生
	10月26日	臨時国会召集 (12月5日まで)
	11月3日	米国大統領選挙
	11月21-22日	G20サミット
	12月	2020年度第3次補正予算を策定
	12月下旬	2021年度予算案を閣議決定
2021年	1月	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21日	米国大統領就任式
	3月	2021年度予算案成立
	6月	通常国会会期末
	7月22日	東京都議の任期満了 (夏に選挙)
	7月末～	東京オリンピック (7月23日～8月8日)
	8月末～	東京パラリンピック (8月24日～9月5日)
	9月	自民党総裁の任期満了
	10月21日	衆議院議員の任期満了 (4年間)

出所：日経，ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 18: 菅政権の支持率は、依然として高水準
政権支持率

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

図表 19: 菅首相の看板は「構造改革」

菅首相の主な政策アジェンダ

主張・理念
アベノミクスの枠組みを継承し、さらに前に進める 縦割り行政や前例主義、既得権益を打破し、規制緩和に取り組む
コロナ危機下での当面の経済運営
感染防止と経済再開の両立
金融政策・為替レート
2%の物価目標を維持し、雇用・企業存続の面で必要であれば、さらに進める 常に最大の関心を持って為替レートを注視し、安定に向けて必要な施策を実施
財政・税制
当面は、コロナ危機下で必要に応じて、追加の財政支出で経済を積極的に支援 コロナ対策としての消費税率引き下げは考慮せず
構造改革・規制緩和
携帯電話料金の引き下げ 携帯大手3社に対し、大容量プラン等での料金引き下げを要請
デジタル化の推進 「デジタル庁」を創設し、行政面でのデジタル化を積極推進 IT基本法（2001年）の改正を年内にも検討 行政手続きのオンライン化、脱ハンコ、マイナンバーカードの普及 オンライン診療・教育の恒久化
サプライチェーン多角化を支援 生産拠点の移転・分散に関する補助金制度を活用
地方銀行の合併・再編を推進 地方銀行は数が多過ぎる 地銀統合を独占禁止法の適用除外とする特例法を活用し、同一県内の合併を認める
中小企業の再編・競争力強化 中小企業基本法で、人数や資本金の定義を見直し
行政改革 厚労省を念頭に組織改革

出所：日経、朝日新聞、各種報道、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部作成

日本経済調査部

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)	0.0	-5.3	4.6	1.4	1.1	0.9	0.7	-5.3	3.3	2.0	1.1	1.0
消費支出	-0.6	-6.1	3.5	1.0	0.8	0.8	0.1	-6.1	2.3	1.4	0.7	0.8
設備投資	-0.2	-5.6	6.7	2.4	1.1	1.0	0.7	-5.3	4.1	4.0	1.0	1.1
住宅投資	0.5	-5.8	-0.2	0.5	0.5	0.5	2.1	-6.4	-1.0	0.5	0.5	0.5
民間在庫 (寄与度)	-0.1	0.3	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	-0.1	0.0	0.0
輸出	-2.5	-15.1	17.1	8.7	3.6	2.2	-1.6	-14.7	10.6	11.7	4.1	2.4
輸入	-1.5	-6.6	9.8	6.8	2.5	2.0	-0.7	-7.3	6.2	9.1	2.9	2.1
政府消費	2.3	0.8	1.6	0.9	1.0	1.0	1.9	1.0	1.8	0.8	1.0	1.0
公的固定資本形成	3.1	2.6	5.4	2.4	2.5	1.4	2.9	2.3	5.0	3.3	2.2	1.7
外需 (寄与度)	-0.2	-1.4	0.9	0.2	0.2	0.0	-0.2	-1.2	0.6	0.3	0.2	0.0
民間需要 (寄与度)	-0.4	-4.2	3.0	0.8	0.6	0.6	0.4	-4.4	2.1	1.3	0.6	0.6
公的需要 (寄与度)	0.6	0.3	0.7	0.3	0.4	0.3	0.5	0.3	0.6	0.4	0.3	0.3
名目GDP (前年比)	0.8	-4.3	5.7	2.4	2.0	2.0	1.3	-4.2	4.1	3.1	2.0	2.0
鉱工業生産 (前年比)	-3.7	-11.6	11.0	4.2	0.8	0.4	-2.7	-11.1	6.8	6.5	1.1	0.4
コアCPI (前年比)	0.6	-0.6	0.5	0.4	0.3	0.5	0.7	-0.2	0.0	0.6	0.2	0.5
新コアCPI (前年比)	0.6	-0.1	0.1	-0.1	0.3	0.5	0.6	0.2	-0.2	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)	19.7	13.2	21.8	24.9	27.0	28.5	20.1	14.1	19.9	24.3	26.5	28.0
(対GDP比%)	3.6	2.5	3.9	4.3	4.6	4.8	3.6	2.7	3.6	4.3	4.5	4.7
政策金利 (期末値%)												
短期金利目標	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年金利目標	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ドル円レート (期末値)	107.5	103.0	100.0	100.0	99.0	99.00	109.0	103.0	100.0	100.0	99.0	99.0
ユーロ円レート (期末値)	118.4	120.5	125.0	128.0	128.7	128.70	121.0	120.0	125.0	128.0	128.7	128.7

	予測																	
	2020		3QE		4QE		2021		3QE		4QE		2022		3QE		4QE	
	1Q	2Q					1QE	2QE					1QE	2QE				
実質GDP (前期比年率)	-2.3	-28.1	19.9	3.9	3.4	3.7	4.4	4.4	0.3	0.8	0.8	0.9	0.3	0.8	0.8	0.9		
消費支出	-2.8	-28.2	20.0	3.0	2.0	2.3	3.8	2.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6		
設備投資	7.0	-17.5	-5.0	6.0	6.2	8.0	9.5	11.0	0.6	0.6	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5		
住宅投資	-15.0	-2.0	-8.0	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5		
民間在庫 (寄与度)	-0.4	1.3	0.1	0.2	0.2	0.2	-0.3	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0		
輸出	-19.9	-56.0	38.0	12.0	12.0	13.0	25.0	22.0	8.0	6.0	5.0	4.0	8.0	6.0	5.0	4.0		
輸入	-15.6	-1.9	-18.0	9.0	8.5	10.0	20.0	15.0	7.0	5.0	4.0	3.0	7.0	5.0	4.0	3.0		
政府消費	0.1	-2.3	2.5	3.0	2.5	1.3	1.2	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0	1.0		
公的固定資本形成	-1.8	4.6	3.0	3.0	5.0	7.0	7.0	5.0	3.0	1.0	1.0	1.0	3.0	1.0	1.0	1.0		
外需 (寄与度)	-0.8	-11.4	8.7	0.3	0.4	0.3	0.4	0.9	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2		
民間需要 (寄与度)	-1.3	-18.0	9.7	2.8	2.2	2.7	3.3	3.1	-0.1	0.4	0.4	0.5	-0.1	0.4	0.4	0.5		
公的需要 (寄与度)	0.0	-0.3	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3		
実質GDP (前年比)	-1.8	-9.9	-5.9	-3.3	-1.9	7.5	3.8	4.0	3.2	2.4	1.6	0.7	3.2	2.4	1.6	0.7		
消費支出	-2.4	-10.6	-7.1	-3.6	-2.5	6.6	2.8	2.6	2.3	1.8	1.0	0.5	2.3	1.8	1.0	0.5		
設備投資	-2.0	-7.4	-8.8	-2.9	-3.1	3.7	7.4	8.7	7.2	5.3	3.1	0.6	7.2	5.3	3.1	0.6		
住宅投資	-5.2	-5.5	-8.5	-6.4	-2.6	-1.9	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5		
輸出	-5.7	-23.3	-16.1	-14.1	-6.6	18.3	15.4	17.9	16.8	14.9	10.0	5.7	16.8	14.9	10.0	5.7		
輸入	-4.3	-6.1	-11.5	-7.3	-1.2	1.6	11.8	13.3	12.9	11.6	7.7	4.7	12.9	11.6	7.7	4.7		
政府消費	2.1	0.7	0.4	0.8	1.4	2.3	2.0	1.4	0.9	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8	0.7	0.9		
公的固定資本形成	2.3	2.8	2.1	2.2	3.9	4.5	5.5	6.0	5.5	4.0	2.5	1.5	5.5	4.0	2.5	1.5		
名目GDP (前年比)	-0.9	-8.7	-4.2	-2.3	-1.5	8.0	4.9	5.2	4.6	3.7	2.4	1.7	4.6	3.7	2.4	1.7		
鉱工業生産 (前年比)	-4.5	-19.8	-12.7	-6.9	-6.8	14.9	8.8	10.3	10.3	8.2	5.6	1.8	10.3	8.2	5.6	1.8		
コアCPI (前年比)	0.6	-0.1	-0.2	-0.9	-1.0	-0.3	0.5	0.7	0.9	0.7	0.2	0.4	0.9	0.7	0.2	0.4		
新コアCPI (前年比)	0.7	0.3	0.1	-0.4	-0.6	-0.2	0.0	0.2	0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.2	-0.2	-0.1	0.0		
失業率 (%)	2.4	2.8	3.0	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	3.0	2.9	2.9	2.8		
貿易収支 (兆円)	0.5	-1.6	0.1	-0.2	0.1	0.7	0.6	0.6	0.7	1.3	1.1	0.8	0.7	1.3	1.1	0.8		
経常収支 (兆円)	5.7	1.6	4.8	2.0	4.8	4.6	6.7	3.8	6.7	5.9	7.5	4.2	6.7	5.9	7.5	4.2		
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	-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	0.00	0.00	0.00	0.00		
ドル円レート (期末値)	107.5	107.8	105.5	103.0	103.0	102.0	101.0	100.0	100.0	100.0	100.0	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	120.0	120.5	122.4	124.2	125.0	125.0	126.0	127.0	128.0	125.0	126.0	127.0	128.0		

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

出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

付属開示事項

レギュレーションAC

私達、馬場 直彦、太田 知宏、田中 百合子は、ここに本レポートで表明された全ての見解が、私達の見解を正確に反映したものであり、当社の業務や顧客との関係への配慮により影響を受けていないことを証明します。

特に断りがない限り、本レポートの表紙に掲載されている個人はゴールドマン・サックスのグローバル投資調査部のアナリストです。

開示事項

規制に基づく開示事項

米国法ならびに米国の規制に基づく開示事項

本資料に記載された企業に要求される以下の開示事項に関しては、上記の各会社に関する規制に基づく開示事項をご参照ください：主幹事会社または共同主幹事会社の役割；1%またはその他の持分；特定の業務に係る報酬の受領；顧客関係の種類；過去の証券公募における主幹事会社または共同主幹事会社の役割；役員の兼務；株式については、マーケット・メーカーおよび/またはスペシャリストの任務。ゴールドマン・サックスは本資料に記載された発行体の債券(あるいは関連する派生商品)の自己勘定売買を行います、あるいは行う場合があります。

追加の開示事項：証券の保有ならびに実質的な利害の対立：ゴールドマン・サックスの方針では、アナリスト、アナリストの下で業務を行うプロフェッショナル、およびその同居家族が、アナリストが調査対象としている企業の証券を保有することを禁止しています。アナリストの報酬：アナリストの報酬は、投資銀行部門の収益を含むゴールドマン・サックス全体の収益も考慮した上で決定されています。アナリストによる役員の兼務：ゴールドマン・サックスの方針では通常、アナリスト、アナリストの下で業務を行う者、またはその同居家族が、アナリストが調査対象としている企業の役員、取締役または顧問を兼務することを禁止しています。米国外のアナリスト：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、さらに詳しい情報がご入用の際には、ゴールドマン・サックス(アジア)L.L.C.にお問い合わせください。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がご入用の際には、ゴールドマン・サックス(アジア)L.L.C. ソウル支店までお問い合わせください。ニュージーランド：ゴールドマン・サックス・ニュージーランド・リミテッドおよびその関連会社は(Reserve Bank of New Zealand Act 1989で定義される)「登録銀行」でも「預金受入機関」でもありません。本資料および本資料の入手や利用は、ゴールドマン・サックスが別段に合意した場合を除き、Financial Advisors Act 2008で定義されている”wholesale clients”のみを対象としています。オーストラリアおよびニュージーランドのゴールドマン・サックスにおける利益相反に関する開示事項は

<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html> をご覧ください。ロシア：ロシア連邦で配布される調査レポートは、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する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：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、オンブスマン・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）。Ouvidoria 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。

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なく、また当社の公式見解でもありません。

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

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

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

本資料は売却・購入が違法となるような法域での有価証券の売却もしくは購入を勧めるものではありません。本資料は個人向けの推奨を構成するものではなく、また個々のお客様の特定の投資目的、財務状況、もしくは要望を考慮したものではありません。お客様は、本資料のいかなる意見または推奨に基づき投資行動をとる場合でも、その前にそれらがお客様の特定の状況に当てはまるか否かを考慮に入れるべきであり、必要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、およびそれらがもたらす収益は変動することがあります。過去の実績は将来のパフォーマンスを約束するものではありません。将来の収益は保証されているわけではなく、投資元本割れが生じることはあり得ます。為替変動は特定の投資の価格と価値、およびそれらがもたらす収益にマイナスの影響を与えることがあります。

先物、オプション、およびその他派生商品に関する取引は大きなリスクを生むことがあり、すべての投資家に適切な取引ではありません。投資の際にはゴールドマン・サックスの担当者もしくはウェブサイト<https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>および<https://www.fiaadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures/1/fia-uniform-futures-and-options-on-futures-risk-disclosures-booklet-pdf-version-2018>を通じて入手可能なオプションおよび先物に関する最新の開示資料をよくお読みください。オプションの買いと売りを組み合わせるスプレッドなどのオプション戦略では取引コストがかなり高くなる場合があります。関連資料をご希望の方はお申しつけください。

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

© 2020 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) 複写、写真複写、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。