

















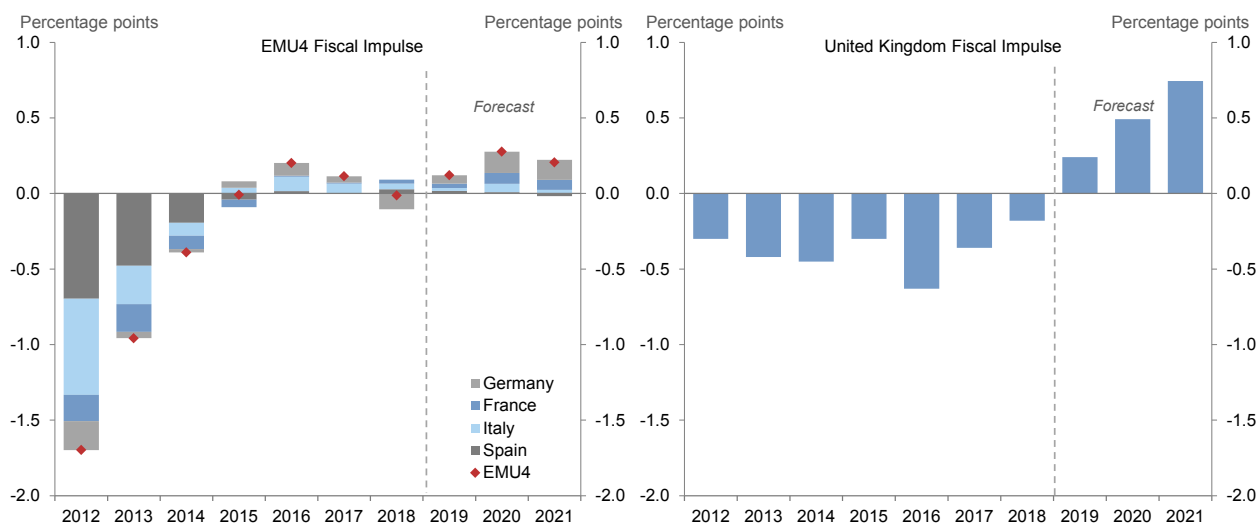






るさを増してきている。最も重要な点は、対GDPで見て米国の2倍の規模に達するドイツの製造業に安定化の兆しが見られることだ。さらに、ドイツがようやく一段の積極財政政策に転じていることを主に反映して、ユーロ圏では財政政策によるおよそ0.3ppの小幅の成長率の押し上げ効果が期待できる。以上を総合すると、当社はユーロ圏の成長率は足元の年率0.2%（当社のCAIに基づく）から2020年には1%強に回復すると予想する。この水準は潜在成長率をわずかに上回るに過ぎないが、大半の国で労働市場の回復傾向を維持するには十分なペースと考えられる。さらに、英国ではこれを上回る大幅な成長率の回復が見込まれ、ブレグジットを巡る不透明感の解消と12月12日の総選挙後に予想される相当規模の財政刺激策の効果で成長率は足元の小幅のマイナスから2020年下半期には前期比2.4%のペースに改善する見込みである<sup>7</sup>。

図表 13: 英国ではユーロ圏を上回る規模で財政政策が追い風に

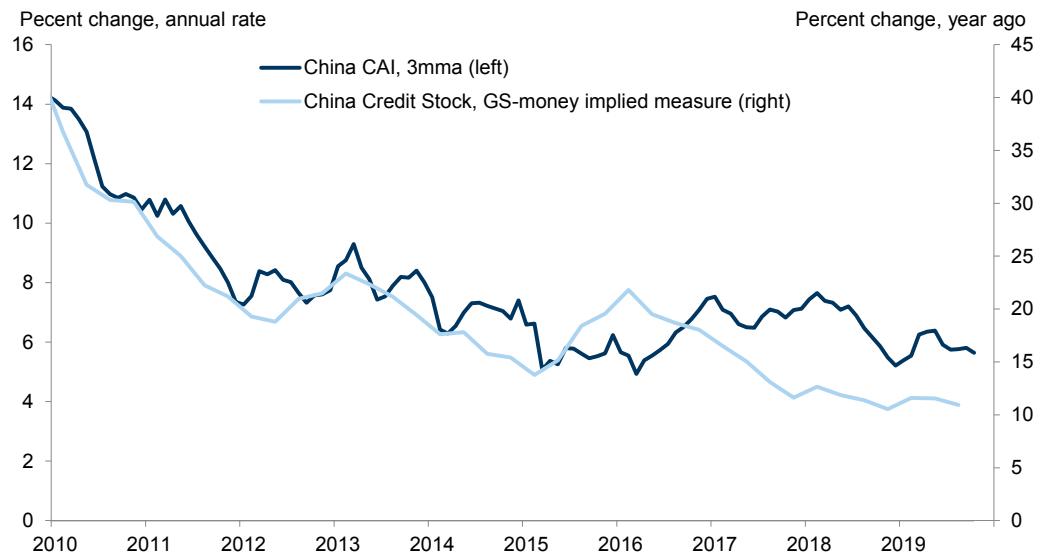


出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

米国や欧州とは対照的に、中国では前期比ベースでの成長率の目立った加速は期待できない。今年、中国当局は人民元安誘導とさまざまな手段を通じたマクロ政策の緩和により成長率の急減速を何とか回避した。しかし、当局は従来に比べると景気刺激策の導入に際してより控えめな姿勢をとっている。当社は、2020年には政策当局は不動産投機を抑制し、レバレッジの全体的な増加を抑えることにより成長の「質」を改善することを目指し、実際の成長率を現在の6%強から潜在成長率に沿った6%をわずかに下回る水準への鈍化を促すと予想する。貿易摩擦の一段のエスカレーションさえなければ、中国の輸入の回復と大幅な通貨安の回避を反映して中国による他アジア諸国への影響は2019年ほど深刻なものにはならないと見られる。アジアの他の国ではニュースは明暗交錯しており、インドでは法人税率引き下げと金融緩和策の効果で状況は改善する見込みだが、日本では10月の消費税引き上げの影響で景気が悪化する可能性がある。

<sup>7</sup> エイドリアン・ポールによる2019年11月13日欧州デイリー「英国一選挙後の景気回復」参照。

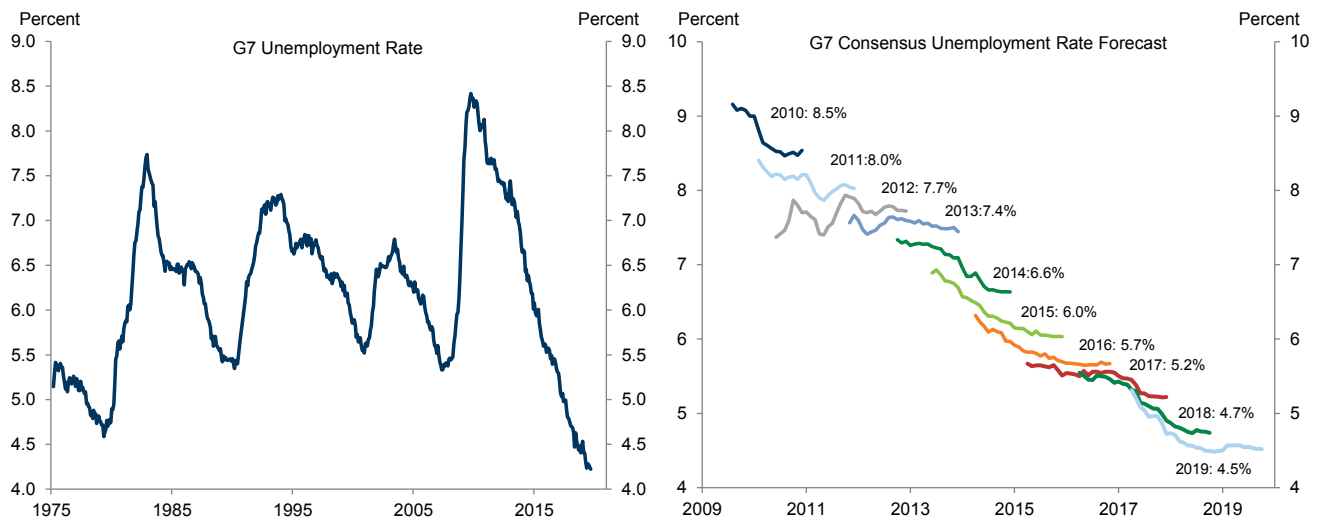
図表 14: 成長率が一段と鈍化、債務の伸びは限定的



出所: Wind, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

これまでのところ、世界の成長率の鈍化による労働市場への影響は限定的なものにとどまっている。図表15に示す通り、雇用の伸びは低下しているが、失業率は大半の先進国で依然として横ばいないし低下している。世界経済の成長率が回復すれば、来年には労働市場は更に改善することになるだろう。

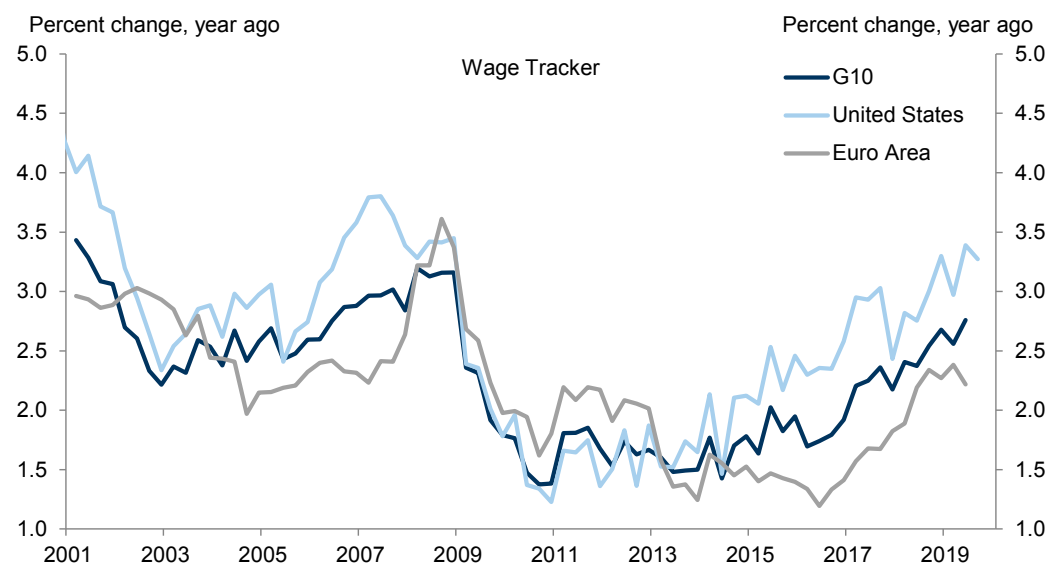
図表 15: G7の失業率の低下傾向が続く



出所: ブルームバーグ, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

フランスとイタリアを除く全G7諸国を含め、多くの先進国では失業率およびその他の労働市場の Slack を示す指標は数十年来の低水準にとどまる可能性が高い。引き続き失業率の低下は、緩やかではあるが賃金の伸びの上昇圧力をもたらすことになると見られる。図表16に示す通り、賃金の伸びが一段と加速すれば、多くの先進国では賃金上昇率が持続可能な水準、すなわち中銀のインフレ目標と長期的な生産性の潜在的な伸びとの和と定義される水準を突破する可能性が高い。

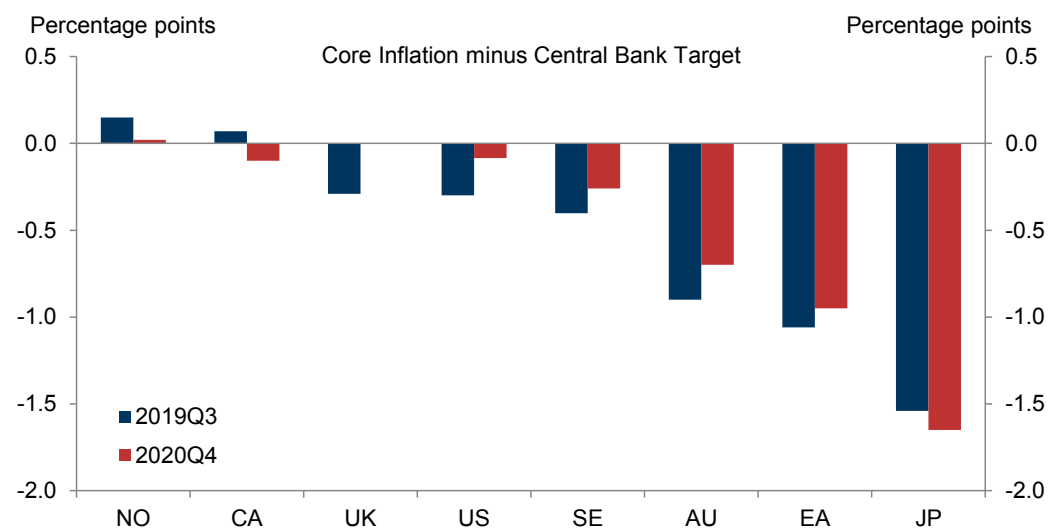
図表 16: 賃金上昇率が加速



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

他の条件が変わらなければ、企業が利益率を維持しようとするため、単位労働コストの過度な伸びはコアインフレ率の上昇圧力を促す可能性が高い。ただし、物価のフィリップス曲線の勾配は賃金のフィリップス曲線の勾配の4分の1程度であることに留意が必要である。すなわち、失業率の低下を背景とした賃金と単位労働コストの伸びによる物価上昇率の押し上げ効果は、実際の伸びのわずか4分の1にとどまることになる。図表17に示すように、当社は大半の先進国ではコアインフレ率の上昇は小幅にとどまり、一般に中銀のインフレ目標を上回ることはないと予想する。

図表 17: 大半の先進国ではコアインフレ率は目標値を引き続き下回る見込み

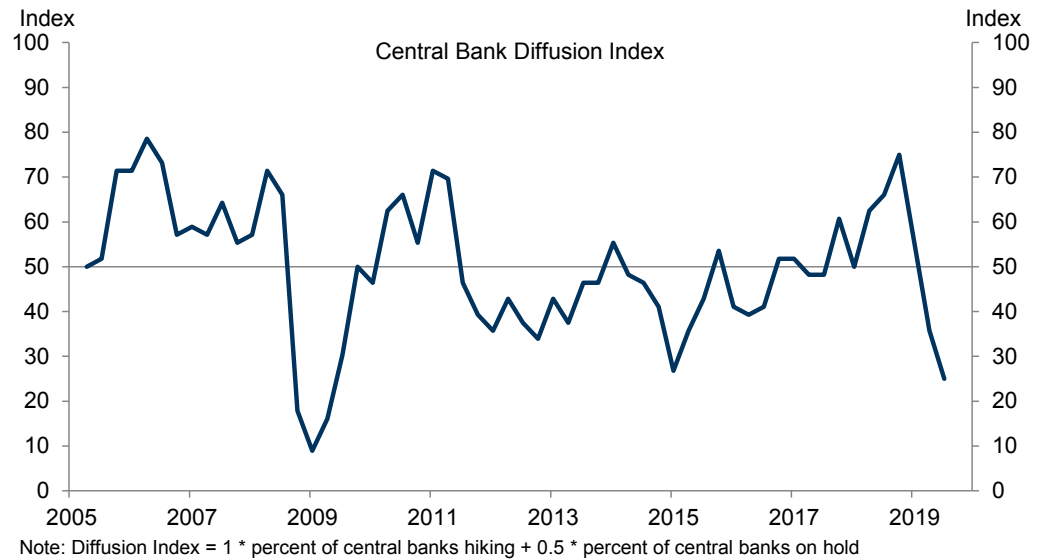


出所: ハーバーアナリティクス, ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

## 中央銀行は様子見の姿勢に

過去1年間、金融政策は当社の予想以上にハト派寄りに変化しており、2018年を通じて利上げを行ってきたFRBは過去3ヵ月間に75bpの利下げを実施している。新興国を中心に、他中銀もこれに追随している。図表18に示す通り、こうした各国中銀の動きは世界金融危機以降で最も急激な方針転換だった。

図表 18: 世界的に中央銀行は大きく方向転換



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

しかし、政策調整はほぼ完了したと見られる。経済成長率は潜在成長率をわずかに上回る水準、インフレ率は2%とする当社の経済予測に基づくと、FRBは2020年を通じて政策金利を据え置く可能性が高い。こうした当社の予想に対するリスクはわずかに下方に偏っているが、その一つの理由は、景気サイクルの現段階では2%をわずかに上回る水準とされる見込みの平均インフレ目標へとFRBが政策の枠組みを微調整すると予想される点にある。しかし、FRBがこの新制度を機械的に導入するとは考えにくく、2%のインフレ率では、再度の景気の低迷あるいは金融環境のかなりの引き締めがない限り、追加利下げの十分な理由にはならないと考えられる。

他の先進国は、判断が難しい状況にある。ECBについては、追加緩和余地が限られていること、成長率がわずかに改善していること、下振れリスクが低下していることを踏まえ、従来予想に基づく残り10bpの利下げ観測を撤回する。しかし、実際のインフレ率、予想インフレ率ともに低水準にとどまっているため、再び利下げ論が高まる可能性はあり、いずれにしても当社はECBが月間200億ユーロのQEを2021年末まで維持すると予想する。さらに、日本、カナダ、またブレグジット問題が予想外に悪化した場合には英国でも、追加利下げが実施される可能性があると考えられる。ただし、いずれも当社の基本予想ではない。

新興国の一部では、短期的に利下げが実施される可能性がある。特に、トルコ、ロシア、メキシコ、ブラジル、南アフリカおよびエジプトでは、潜在成長率を下回る経済成長やインフレ率の低下を背景に比較的大幅な追加緩和が予想される。

## 企業利益率の圧迫

2020年の最大のイベントは11月3日の米国の選挙である。予測市場では、民主党が上院で過半数を確保する確率は現在36%となっている。上院選が接戦の州の選挙結果と大統領選の結果には相関性があることを踏まえると、民主党が議会とホワイトハウスの双方を支配する確率もこれに近いと考えることができる。

民主党の4名の大統領候補、すなわちウォーレン上院議員、バイデン前副大統領、インディアナ州サウスベンド市長のブティジェッジ氏、サンダース上院議員はいずれも、連邦法人税率の35%から21%への低下につながった2017年減税・雇用法（TCJA）の少なくとも部分的な撤廃を提唱している。当社は、民主党が上院で過半数をわずかでも上回る議席を獲得すれば、法人税率が引き上げられると予想している。当社のポートフォリオ・ストラテジストは、減税・雇用法が完全に撤廃されれば、S&P 500指数採用企業の2021年の利益は11%押し下げられると予想している。

民主党が議会とホワイトハウスを支配することができなければ、米国の税制は少なくとも2023年までは変更されない可能性が高い。しかしこの場合でも、米国だけでなく他の多くの先進国でも企業利益のファンダメンタルズは悪化する公算が大きい。図表19に示す通り、大半の主要国では単位労働コストの伸びが物価上昇率を上回っているため、国民所得に占める労働者所得の割合が増加している。労働所得のシェアの拡大は企業利益を圧迫する可能性が高く、これが当社のポートフォリオ・ストラテジストが大半の先進国で2020年の利益成長率は低水準にとどまると予想している一つの理由である。

図表 19: 労働者所得の割合が拡大



出所：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

市場の観点から見ると、当社の2020年の見通しは景気後退リスクや中銀の政策に関する当社の比較的楽観的な見解から推測されるものに比べて明暗交錯したものとなる。これまで長期にわたり企業利益と金融資産が賃金と実体経済をアウトパフォームしてきたが、今後数年間は状況が逆転する可能性が高い。このプロセスには、限界がある。労働市場が過度に逼迫すれば利益率の低下圧力が著しく高まり、これに対応して企業が大幅な価格引き上げ（これにより中央銀行による積極的な利上げが促されることになる）または総需要の減退を促すような投資と雇用の削減（これにより景気後退に突入する）を

実施する可能性がある。しかし2020年には、引き続き当社は景気の振れは極めて穏やかなものにとどまり、世界経済は来年も拡大し続けると予想する。

ヤン・ハチウス

ダーン・ストライブン

ロニー・ウォーカー

**GS MACRO OUTLOOK 2020**

[Explore >](#)



## 付属開示事項

### レギュレーションAC

私達、ヤン・ハチウス、ダーン・ストライブ、ロニー・ウォーカーは、ここに本レポートで表明された全ての見解が、私達の見解を正確に反映したものであり、当社の業務や顧客との関係への配慮により影響を受けていないことを証明します。

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

### 開示事項

#### 規制に基づく開示事項

#### 米国法ならびに米国の規制に基づく開示事項

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

追加の開示事項：**証券の保有ならびに実質的な利害の対立**：ゴールドマン・サックスの方針では、アナリスト、アナリストの下で業務を行うプロフェッショナル、およびその同居家族が、アナリストが調査対象としている企業の証券を保有することを禁止しています。**アナリストの報酬**：アナリストの報酬は、投資銀行部門の収益を含むゴールドマン・サックス全体の収益も考慮した上で決定されています。**アナリストによる役員の兼務**：ゴールドマン・サックスの方針では通常、アナリスト、アナリストの下で業務を行う者、またはその同居家族が、アナリストが調査対象としている企業の役員、取締役または顧問を兼務することを禁止しています。**米国以外のアナリスト**：米国以外のアナリストは必ずしもゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーの従業員ではなく、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)

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(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**：本資料に記載された、当社アナリストが調査対象としている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(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**：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](mailto: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）。Ouidoria Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou [ouvidoriagoldmansachs@gs.com](mailto: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

© 2019 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。