

日本経済フラッシュ：緊急事態宣言で、2020年4-6月期の実質GDP成長率は1955年以降で最大の落ち込みへ

- 4月7日に、安倍首相は7都府県を対象に緊急事態宣言を出した。当社ではこれと、同時に公表された経済対策効果を織り込んで経済予測を改訂した。その結果、2020年4-6月期実質GDP成長率（前期比年率）を-25.0%（従来予測は-7.2%）へと大幅に下方修正した。これは、GDPデータを遡れる1955年以降で最大の落ち込みに相当する。
- ただし、緊急事態宣言を受けて各都府県が要請した外出自粛等の措置には、法的拘束力が伴わない。従ってより厳しい「ロックダウン」を実施している欧米対比では、4-6月期の日本の落ち込みは浅い点にご留意いただきたい（米国：-34%、ユーロ圏：-38%）。
- 7日に政府が発表した経済対策は、総事業規模こそ108兆円と過去最大となったが、当社ではそのうちGDPに直接影響を与える「真水」の部分を14兆円程度と考えている。当社は従来予測に6兆円程度の真水を既に織り込んでいたため、今回の改訂では2020~2021年度にかけて新たに8兆円分を追加した。
- 当社では新型コロナウイルスの進展について特定の見解を有さないが、感染が終息に向かうことを前提としている7-9月期以降は、経済対策効果も手伝い、海外経済の回復に伴って、日本経済も回復軌道に戻るパスを想定している。しかし、年前半の大きな落ち込みを取り戻すには至らず、2020年の成長率は暦年・年度ともに-6.0%を予想している（従来予測は、それぞれ-3.1%と-2.5%）。これらも1955年以降で最低水準となる。
- 2021年は内外経済活動が徐々に正常化し、夏にはオリンピック・パラリンピックが開催される予定だ。その結果、2021年の成長率は暦年で+3.1%、年度で+4.5%の回復を見込んでいる。

馬場 直彦
+81(3)6437-9960 |
naohiko.baba@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.

緊急事態宣言で、2020年4-6月期の実質GDP成長率は1955年以来で最大の落ち込みへ

4月7日に、安倍首相は緊急事態宣言を出した。対象範囲は、政府が指定した7都府県（東京都、埼玉県、神奈川県、千葉県、大阪府、兵庫県、福岡県）であり、期間は約1ヶ月とされている。当社ではこれと、同時に発表された経済対策の効果を織り込むかたちで経済予測を改訂した。以下に主な修正ポイントを整理する。

緊急事態宣言：外出自粛等の「要請」強化であり「ロックダウン」には至らない

緊急事態宣言は、新型コロナ対応の特別措置法を根拠とする。感染拡大で国民生活や経済に甚大な影響を及ぼす恐れがあると首相が判断すれば、期間と区域を定めて緊急事態宣言を出すことができる。政府の緊急事態宣言で可能となる主な措置は、以下のとおりだ。

- 住民への外出自粛要請
- 学校、保育所、老人施設等の使用停止要請・指示
- 音楽、スポーツイベント等の開催制限要請・指示
- 予防接種の実施指示
- 臨時医療施設のための土地、建物の使用を同意なしでも可能とする
- 鉄道、運送会社等への医薬品の運送要請、指示
- 医薬品、食品などの政府への売り渡し要請、収用

なお、罰則を伴う強制力があるのは、臨時医療施設のための土地・建物使用、及び医薬品・食品の政府売り渡しの2点のみで、その他は強制力はない。

政府が緊急事態宣言を出すと、該当する都道府県知事が地域の实情に合わせ、住民に外出自粛、学校休校等、在宅勤務等を要請する。例えば東京都では、小池百合子都知事が以下の要請を行った。

- 都民に外出自粛要請
- 各施設やイベント主催者には施設の使用停止要請（最終的な対象施設は国と調整中。大学、学習塾、体育館、スポーツクラブ、劇場、百貨店、ショッピングモール、ナイトクラブ、カラオケボックス等が対象となる見通し<4月7日朝日新聞>）。
- 食料品・医薬品等の生活必需品の販売は継続
- 銀行・証券取引所等の金融サービスも衛生面を考慮した上で継続

公共交通機関のほか、病院や食料品店、ドラッグストア、ホテルなどは、営業制限の対象には含まれない。公共交通機関は利用者減少による自主的な減便は想定されるものの、政府の要請で止まることはない。物流サービス、工場も休業を求められない。外出や施設利用等の制限もあくまでも要請ベースで、グレーゾーンが多い印象だ。従って、欧米の「ロックダウン」とはかなり次元が違う措置であることには留意が必要だ。

ただし、緊急事態宣言が明確に出されたことで、個人・事業主・イベント主催者等の意

識が変わり、従来は東京都を中心に、お願いベースで行われていた週末の「不要不急の外出自粛」等に比べて、ステップアップした自主的な営業休止・外出自粛等の行動変化が生じると予想される。

「緊急事態宣言」は日本経済に大きな打撃を与える

当社では、先に東京がロックダウンされた場合の影響についての試算結果を公表した。この試算結果を軸に、需要ショックの強さ、間接的に影響を受ける地域も含む対象地域の経済プレゼンス、緊急事態宣言の継続期間の3つのファクターを適宜勘案して、緊急事態宣言の経済効果を推計した。このうち期間については、政府は約1ヶ月としているが、当社では、他の国での経験等も踏まえて延長の可能性も幾分織り込んでいる。

ただし、日本の緊急事態宣言は、消費者・事業者の自主的な行動制限に依存するところが大きいと、経済活動に関する影響試算値を巡っては、非常に強い不確実性がある点をご承知おきいただきたい。

4-6月期GDP成長率（前期比年率）は-25%を予想

当社では、緊急事態宣言の影響から、2020年4-6月期実質GDP成長率（前期比年率）を-25.0%（従来予測は-7.2%）へと大幅に下方修正した（図表1-3）。これは、GDPデータを遡れる1955年以降で最大の落ち込みに相当する。緊急事態宣言の影響は、消費と設備投資に最も大きく現れる。

消費は4-6月期に-25.0%（前期比年率）と急落を予想している（従来予測：-3.0%）。サービス消費は無論のこと、耐久財や衣類をはじめとした半耐久財等の「不要不急」の消費の大半は見送られるだろう。

設備投資は-40%（従来予測：-10%）の落ち込みを予想する。先行きが見えない中で、運転資金繰りと雇用維持が企業にとって喫緊の問題となり、当面は設備投資は先送りになると予想する。

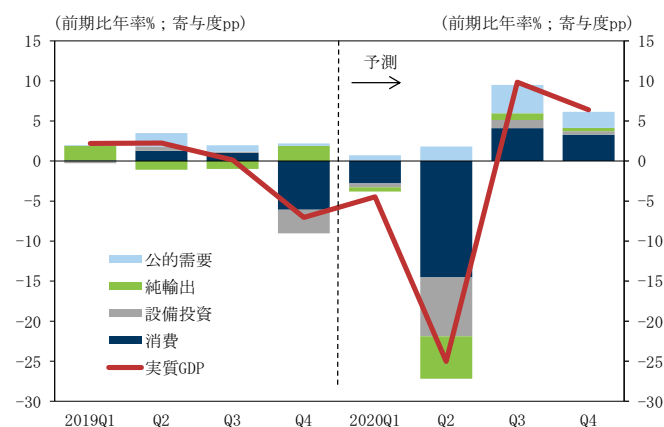
なお、輸出は既に海外の需要減退を織り込み、前期比年率-45%の急落を見込んでいたが、緊急事態宣言による事業所休業等、国内の生産体制への影響を考慮し、4-6月期の輸出を-60%へと下方修正する。なお、国内需要が減少することから、輸入も-40%と大幅な減少を予想している（従来予測：-20%）。

図表 1: 当社経済予測の新旧比較表

実質GDP成長率 (前期比年率)	2019	2020				年度	暦年
	Q4	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	2020E	2020E
新予測	-7.1	-4.5	-25.0	9.8	6.4	-6.0	-6.0
従来予測	-7.1	-4.5	-7.2	4.1	2.6	-2.5	-3.1
新型コロナ問題がなかった 場合の予測	-7.1	1.1	1.9	1.2	0.2	0.1	-0.4
ESPコンセンサス (3月17日時点)	-7.1	-2.9	2.3	2.9	1.0	-0.2	-0.7

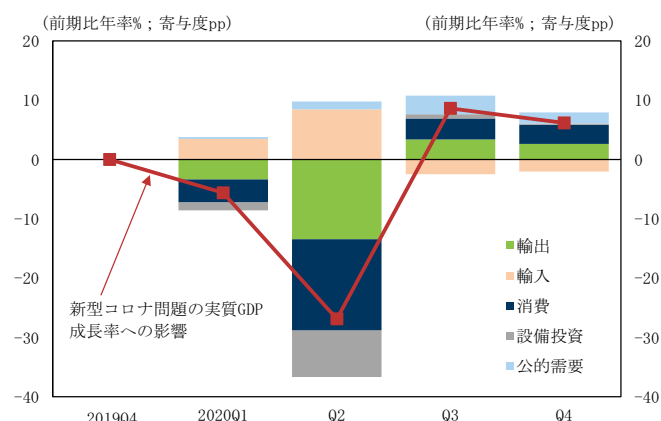
出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表 2: 実質GDP成長率の寄与度分解 (四半期ベース)



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

図表 3: 新型コロナ問題の実質GDP成長率への影響 (四半期ベース)



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

経済対策の「真水」部分を、2020-2021年予測に織り込む

政府が7日に発表した経済対策は、総事業費が108兆円、そのうち財政措置が40兆円と、ヘッドライン上は、2009年4月のリーマンショック後の経済対策を大きく上回るものとなった(図表4)。ただし当社では、GDPに直接計上される、いわゆる「真水」部分は計14兆円程度と見積もっている。補正予算案の16.8兆円から、感染症対策の予備費と企業の資金繰り対策の内、内容が不明確な分を差し引いた額として概算した。

総事業費108兆円のうち真水に含まれない部分は、2019年末に閣議決定された既存の経済対策のうち未実行分(20兆円)、中小企業向けの納税・社会保険料支払の猶予(26兆円)、財政投融资(12.5兆円)、政府系金融機関による融資枠・信用保証枠の拡大、民間支出分などから成る。

当社では、従来予測に真水6兆円分の経済対策を織り込んできたが、今回の対策を受け、2020-2021年度に追加分として8兆円程度を反映させる。これにより、2020年4-6月期、7-9月期、10-12月期における公的需要のGDP成長率に対する寄与度は、それぞれ+1.8pp、+3.5pp、+2.0ppとなる(図表5)。

当社が今回、真水とみなした主な支出項目は以下のとおり(当社見積分を含む)。

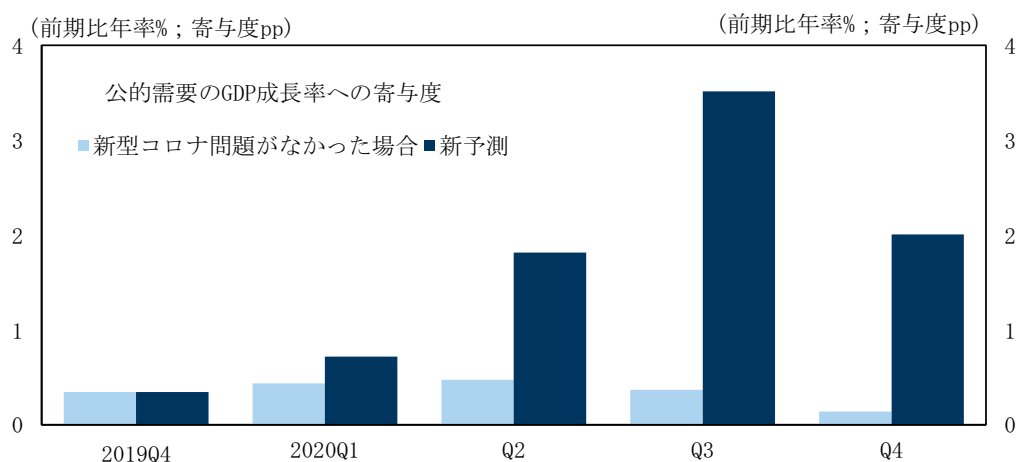
1. 個人・中小企業への現金給付金(6.5兆円)
2. 感染拡大防止や医療体制の整備、治療薬の開発(1.8兆円)
3. 観光、宿泊、飲食等の消費喚起対策(1.8兆円)
4. 中小企業等の資金繰り対策・雇用助成金(3兆円)
5. サプライチェーン対策等(0.9兆円)

図表 4: 経済対策の概要

(兆円)	2020年度 補正予算 計上分	総事業 規模	財政支出	国・地方 の歳出	財政 投融资
感染拡大防止策と医療供給体制の整備・治療薬の開発	1.8	2.5	2.5		
・ アビガン備蓄を200万人分					
・ コロナ患者受け入れに診療報酬増額					
・ コロナ感染対応地方交付金	1.0				
雇用の維持と事業の継続	10.6	80.0	22.0	12.2	9.7
・ 減収の中小企業、個人事業主向け給付金等	2.3				
・ 減収・低所得世帯に30万円給付、児童手当加算	4.2				
・ 雇用調整助成金等の雇用対策	0.1				
・ 中小事業者の資金繰り対策（政策公庫融資等）	3.8				10.2
・ 納税、社会保険料支払い1年間猶予		26.0			
官民を挙げた経済活動の回復	1.8	8.5	3.3	2.8	0.5
・ 観光施設の利用料割引など	1.7				
サプライチェーン対策	0.9	15.7	10.2	8.0	2.3
・ 国内投資促進事業補助金	0.2				
・ GIGAスクール構想の加速による学びの保障	0.2				
今後の備え	1.5	1.5	1.5	1.5	
・ 新型コロナウイルス感染症対策予備費	1.5	1.5	1.5		
合計	16.8	108.2	39.5	27.0	12.5

出所：内閣府

図表 5: 公的需要のGDP成長率への寄与度



出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

7-9月期以降は海外需要回復、経済対策効果もあり回復へ

新型コロナウイルス感染が終息に向かうと当社が前提とする7-9月期以降は、経済対策効果も手伝い、欧米景気の回復に伴い、日本のGDP成長率もプラスに転じると予想する（図表1-3）。ただし、緊急事態宣言中に失われた消費、特にサービス消費が直ちに元に戻るとは考え難い。日本では、ロックダウン等で徹底した感染封じ込めを行っている欧米とは異なり、感染拡大はより時間をかけてピークを打ち、その後の終息過程も緩やかなものになると想定している。従って年後半に入っても、不要不急の外出自粛等の解除は時間をかけて段階的に行われる可能性が高いとみている。7-9月期、10-12月期の景気回復のドライバーは公的需要となりそうだ。

年間GDP成長率は、2020年は暦年、年度ともに-6.0%を予想している（従来予測は暦年が-3.1%、年度が-2.5%）（図表1）。これらも1955年以降で最低水準となる。

2021年は、内外経済活動の正常化に伴い、個人消費、設備投資、輸出のコア経済活動が回復すると予想。加えて、夏には延期されたオリンピックが開催される予定だ。経済対策が集中する2020年に比べると公的需要の寄与度が減速するものの、2021年の実質GDP成長率は暦年では+3.1%へ、年度では+4.5%への回復を予想する（図表6）。

馬場直彦、田中百合子

図表 6: 主要日本経済予測

	年度			2020				2021			
	2019E	2020E	2021E	1QE	2QE	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
実質GDP（前期比年率）	-0.1	-6.0	4.5	-4.5	-25.0	9.8	6.4	4.0	4.9	4.5	2.2
民間最終消費支出	-0.6	-6.9	4.6	-5.0	-25.0	7.5	6.0	4.0	4.8	5.2	3.0
政府消費	2.6	6.2	1.0	2.7	8.0	15.0	8.0	-5.0	1.5	1.5	-4.0
民間住宅投資	0.9	-4.2	0.3	-7.5	-7.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5
民間設備投資	-0.8	-12.3	9.3	-3.0	-40.0	7.0	3.0	15.0	15.0	7.0	5.0
公的固定資本形成	3.5	3.2	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0	5.0	5.0	3.0	0.0
民間在庫（寄与度）	-0.1	-0.5	0.0	-1.2	-1.0	0.1	0.2	0.2	0.2	-0.3	0.0
輸出	-2.5	-16.7	21.9	-17.5	-60.0	30.0	20.0	20.0	25.0	30.0	15.0
輸入	-1.4	-10.2	18.8	-14.5	-40.0	20.0	15.0	15.0	28.0	25.0	10.0
民間需要（寄与度）	-0.6	-6.4	3.9	-4.7	-22.1	5.3	3.9	4.5	5.0	3.6	2.4
公的需要（寄与度）	0.7	1.4	0.4	0.7	1.8	3.5	2.0	-0.9	0.6	0.5	-0.9
外需（寄与度）	-0.2	-1.0	0.2	-0.5	-5.3	0.8	0.4	0.5	-0.8	0.3	0.7
名目GDP（前年比）	0.8	-5.4	5.5	-0.9	-8.4	-6.6	-4.2	-2.4	6.6	5.9	5.1
鉱工業生産（前年比）	-4.9	-14.2	4.3	-10.0	-35.0	-20.0	-10.0	10.0	6.0	5.0	4.0
コアCPI	0.7	-0.5	0.5	0.9	0.0	-0.2	-1.0	-0.9	-0.3	0.5	0.8
新コアCPI	0.7	0.2	0.3	0.8	0.3	0.4	0.0	0.0	0.2	0.3	0.3
失業率（%）	2.4	2.9	2.5	2.5	3.0	3.2	2.8	2.7	2.6	2.5	2.5
経常収支（兆円）	19.8	17.8	20.1	5.7	4.0	6.1	2.7	5.0	4.6	6.5	3.3
（対GDP比%）	3.6	3.4	3.7								
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
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
ドル円レート（期末値）	102.0	105.0	104.0	102.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0	104.0	104.0
ユーロ円レート（期末値）	113.2	120.8	121.7	113.2	118.7	119.7	120.8	120.8	120.8	120.6	121.7

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、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)

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がご入用の際には、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に記載した<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、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）。Ouidoria 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、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、必要とあれば税務アドバイザーも含めて専門家に助言を求めて下さい。本資料に記載されている投資対象の価格と価値、およびそれらがもたらす収益は変動することがあります。過去の実績は将来のパフォーマンスを約束するものではありません。将来の収益は保証されているわけではなく、投資元本割れが生じることはあり得ます。為替変動は特定の投資の価格と価値、およびそれらがもたらす収益にマイナスの影響を与えることがあります。

先物、オプション、およびその他派生商品に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。