

米国経済アナリスト 経済の再開

- 米国の大部分の地域はロックダウンの状態にあり、全米でソーシャルディスタンス（社会的な距離の確保）の取り組みが進んでいる。しかし、一日の新たな確認感染者数が頭打ちとなり、ビッグデータに基づく指標が実際の新たな感染者数の急減を示していることを受けて、議論は経済再開に向けた計画に移りつつある。今週の「米国経済アナリスト」では、再開はどのようなものになるのか、そして、それは回復ペースにとって何を意味するのかを考察する。
- ワクチンや治療法の開発に大きな進展が見られないため、経済活動の再開は段階的なものになるだろう。新たな調査研究データによると、人口に占める感染者の割合は実際には検査が示唆するより大きいと考えられるが、それでも近い将来集団免疫を達成するには低すぎる。したがって、再開しても安全であると国民に納得してもらうことが必要だ。そのためには、新たな確認感染者のさらなる減少、十分な医療・検査体制、感染の可能性がある人を追跡・隔離する能力が前提条件となる。これらの前提条件は今後数ヶ月には達成可能とみられるが、再開しながらウイルス感染拡大を防ぐことが現実には可能なのかという点については依然として不確実性が高い。
- 経済再開に向けて動いている海外経済の経験から3つの教訓が得られる。第一に、当初の再開スケジュールはしばしば楽観的すぎるのが明らかになっている、第二に、先陣を切って再開した国でさえ計画は慎重で段階的である、第三に、消費サービスより製造業や建設業のほうが回復が容易で速やかなことだ。
- 閉鎖命令の部分的緩和、ソーシャルディスタンスへの適応、免疫獲得者を把握するための抗体検査の拡大に伴い、ウイルスによるマイナス影響はピークから低下し、経済活動は今後数ヶ月に改善に向かうと予想する。経済へのダメージが予想より長引いて回復が遅れる可能性はあるが、レイオフの大半は一時的なもので、倒産件数も初期段階の現時点ではさほど増加していないなど、ニュースは総じて心強い内容だ。
- 今後の成長の道筋は、経済活動への打撃の度合い、ロックダウンの持続期間、および回復のペースに左右されるだろう。当社推計では、ピークのマイナス影響は製造業で25%、建設業で30%、住宅売買仲介手数料と住宅リフォームで60%、消費サービスで14%で、製造業と建設業は比較的速やかに回復する可能性が高い。GDP成長率当社予測(前期比年率)は引き続き第1四半期-7%、第2四半期-34%、第3四半期+19%、第4四半期+12%としており、2020年通年では年率平均-5.7%となる。この予測には上方、下方両方向のリスクがあると考えられる。

ヤン・ハチウス

+1(212)902-0394 | jan.hatzius@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

アレック・フィリップス

+1(202)637-3746 | alec.phillips@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

デビッド・メリクル

+1(212)357-2619 |
david.mericle@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

スペンサー・ヒル

+1(212)357-7621 | spencer.hill@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

ダーン・ストライブン

+1(212)357-4172 |
daan.struyven@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

デビッド・チョイ

+1(212)357-6224 | david.choi@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

Joseph Briggs

+1(212)902-2163 |
joseph.briggs@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

ブレイク・テイラー

+1(202)637-3756 | blake.taylor@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

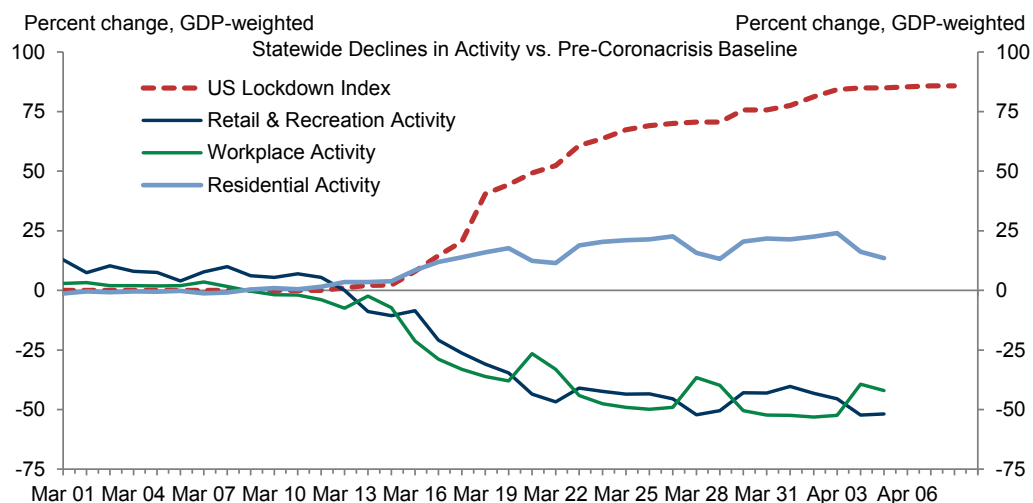
ロニー・ウォーカー

+1(917)343-4543 |
ronnie.walker@gs.com
Goldman Sachs & Co. LLC

経済の再開

米国では大部分の地域がロックダウン状態にあり、全米でソーシャルディスタンスの取り組みが進んでいる。当社の米国ロックダウン指数——一斉休校、外出禁止令の発令、非生活必需事業の閉鎖という3つの措置それぞれについて実施している州の割合(GDP加重ベース)を算出し、3つの措置の平均を取ったもの——は現在86%に達している(図表1参照)。ウイルスへの懸念とロックダウン命令によりソーシャルディスタンスは大幅に進展しており、職場と小売店で過ごす時間は約50%減少し、自宅で過ごす時間は25%増加している。

図表 1: 米国の大部分はロックダウン状態にあり、ソーシャルディスタンスが全米で進展



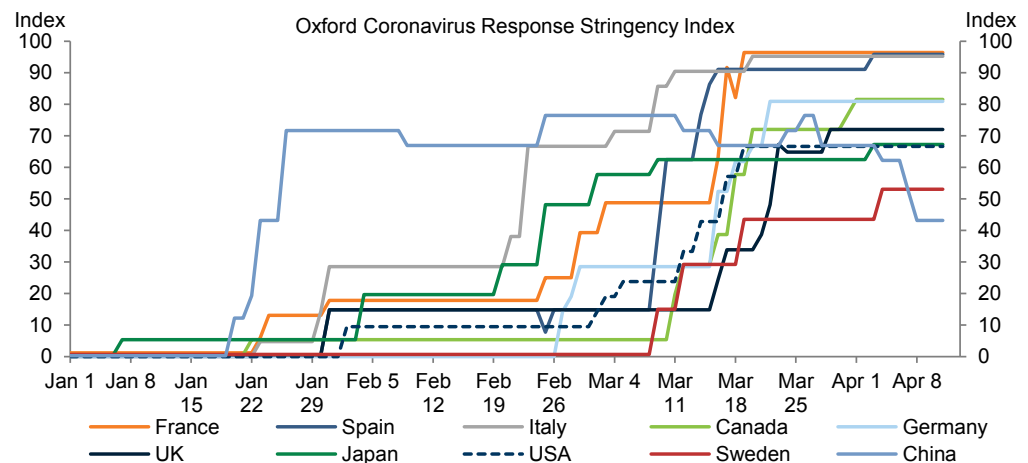
出所：全米知事協会、ワシントン大学健康指標評価研究所、Google、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

オックスフォード大学の研究者が開発した指数によると、他の主要国で実施されているロックダウンに比べ、現在の米国の措置は平均よりやや緩い。図表2に示したように、米国の対応は現時点でイタリア、フランス、スペインよりはるかに緩いが、スウェーデンや中国よりは厳しい¹。

¹ 参照サイトは

<https://www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/coronavirus-government-response-tracker>。当社はいくつかの理由から、この指数は中国のロックダウン措置の厳格性の度合いを過小評価していると考えている。最も重要な理由は、中国は今回ほとんどの時期に海外渡航を制限していなかったが、これは海外感染の懸念がなかったためであることだ。

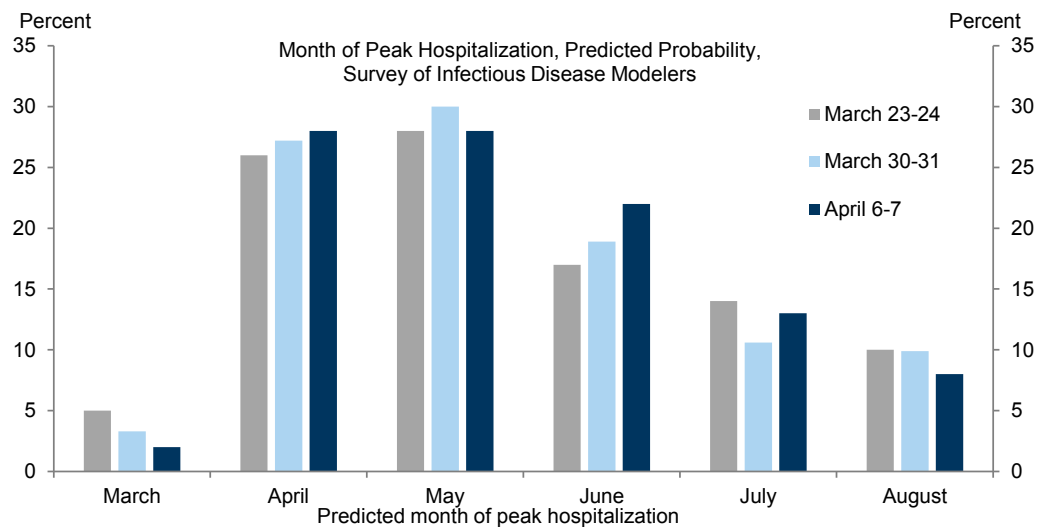
図表 2: 現在の米国のロックダウンの厳格性は中程度



出所：オックスフォード大学、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

経済再開の時期は、何よりもまずウイルス感染の抑制状況によって決まる。再開できる状況まであとどのくらいの距離があるのか。先週実施されたサーベイ調査で、感染症モデリングの専門家パネルは入院患者数が今月もしくは5月にピークに達する可能性が高いとの見通しを示したが、50%弱の確率で6月以降にずれ込む可能性もあるとしている(図表3参照)。感染拡大を安心できる水準まで引き下げるには、ピークからさらに最低2~3週間が必要になるだろう。

図表 3: 感染症モデリングの専門家は4月もしくは5月に入院患者数がピークに達すると予測



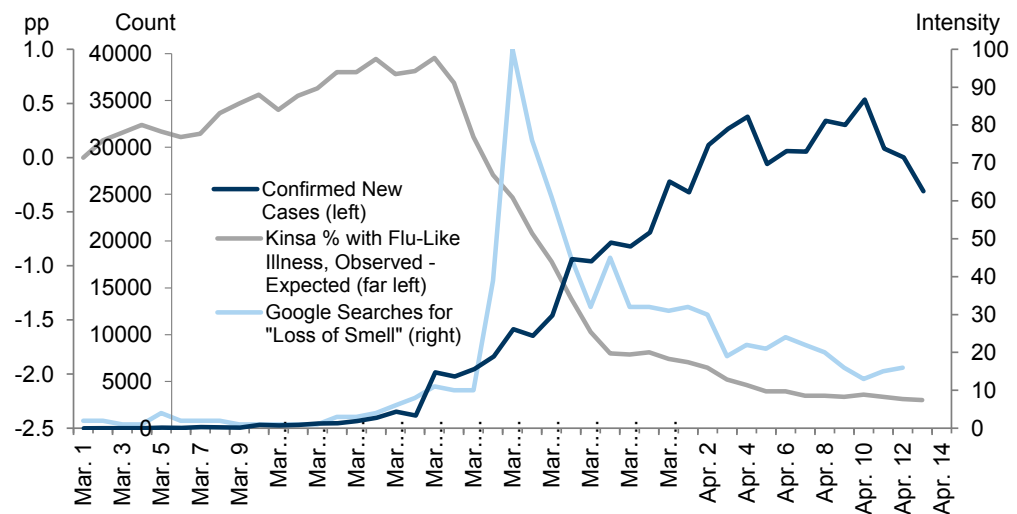
出所：UMass Amherst、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

ウイルス感染拡大ペースに関する最新データは、ロックダウンが大きな成果を上げたことを示す心強い内容だ。図表4に示したように、新たな確認感染者数は頭打ちとなり、減少に転じている兆しすらある。感染者数の国際パネルデータを用いた時系列分析に基づく当社の短期感染拡大モデルの予測では、回復者・死者を除いたアクティブな感染者の増加ペースは今後1週間に低下する見通しで、これは米国より早くロックダウンを実

施している国の経過と整合する。

それ以上に勇気づけられるのは、ビッグデータに基づくウイルス感染拡大の指標が、新たな感染者数が実際にはしばらく前にピークに達したことを示唆していることだ(図表4参照)。インターネット接続された体温計の測定値を集約したKinsaのデータによると、インフルエンザに類似した疾病の全米での発症率は平年の季節パターンを大きく下回っている。さらに、Google検索でも「嗅覚の低下」というウイルス感染の追跡に有効な症状の検索件数が米国のピーク水準の7分の1に減少している²。これらの指標は検査で確認される感染者数の公式データに2~3週間先行する傾向があるようだ。

図表 4: 検査で確認される新たな患者数は頭打ちとなり、ビッグデータに基づく指標は新たな感染者数が実際にはしばらく前から急減していることを示唆



出所：ジョンズホプキンス大学、Kinsa、Google、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

再開はどのようなものになるのか

ワクチンや規模拡大可能な治療法の開発に大きな進展が見られないため³、経済の再開は段階的に進める必要があるだろう。

当初の予想よりはるかに多くの人々が感染しているが、無症状なままか、検査を受けていないために感染者数に含まれていない可能性があることに関して、「集団免疫」の実現が近いのではないかという期待が最近一部が高まっている。しかし、その可能性は低そうだ。図表5に示したように、全集団もしくは無作為抽出されたサンプルを対象とした新たなデータからは、確かに人口に占める感染者数の割合が検査により確認された数字を大きく上回っている可能性が高いことがうかがえるが、それでも集団免疫に必要な水準(おそらく人口の半分)にはほど遠いようだ。各国政府はすでにロックダウンに踏み切っており、ウイルス感染が急速に拡大して瞬間に集団免疫の閾値に達し、衝撃的な結果を引き起こすのを阻止しようとする可能性がきわめて高い。また、過去のコロナウイルス感染事例から、感染者は少なくとも一定期間の免疫を得る可能性が高いと考えら

² Seth Stephens-Davidowitzの「Google Searches Can Help Us Find Emerging Covid-19 Outbreaks」(2020年4月5日付『The New York Times』参照)。

³ ワクチンと治療法の開発進捗状況については、当社日本ヘルスケア担当アナリスト植田晃然と周智の2020年4月11日付リポート「ヘルスケア：COVID-19に係るFAQ：治療剤/ワクチンの開発進捗とポジショニングに注目が集まる」参照。

れるものの、新型コロナウイルスの免疫についてはまだほとんど解明されていない⁴。

図表 5: 全集団ないし無作為抽出したサンプルを対象とした検査は、人口に占める感染者の割合が検査に基づく公式データから算出される水準を上回っていることを示唆しているが、それでも早期に集団免疫に達するには程遠い

Study	Results	Population Infection Rate
Diamond Princess	Over 700 out of 3,711 passengers on the Diamond Princess were infected, an infection rate of roughly 19%. There have since been 11 reported deaths.	19%
USS Theodore Roosevelt	Nearly all of the crew members of the USS Theodore Roosevelt were tested. As of Sunday, 585 sailors tested positive for the virus, while 3,921 tested negative.	13%
Gangelt	Preliminary results from a random sample of residents in Gangelt, a hard-hit town in Germany, suggest that roughly 15% of residents have been infected (either actively infected or having antibodies). The authors of the study estimated a 0.37% infection fatality rate.	15%
Vo	All 3,300 inhabitants of Vo, Italy, were tested. About 3% of residents were infected, with roughly 50% showing no symptoms. Following a strict lockdown and quarantine, only 0.25% of residents were infected thereafter, and soon there were no active cases.	3%
Austria	A random sample of Austrians suggests that 1% of the population has been infected. Austria currently has roughly 13,000 total confirmed cases, or about 0.15% of the population.	1%
Iceland	Iceland has conducted a large number of tests (roughly 10% of the population). It has reported roughly 1,675 cases so far, or about 5% of those tested. About half of those who tested positive reported no symptoms at the time of testing.	~5%
Denmark	A study of 1000 blood donations found that 3.5% of donors had been infected.	3.5%
Colorado	More than 6,000 out of roughly 8,000 residents of Telluride took an antibody test. So far 0.5% of those tested were positive, 1.5% "borderline," and 98% negative.	0.5%
Wuhan	Japan, Singapore, South Korea, Germany, Belgium and Malaysia tested all passengers returning from Wuhan on chartered flights between January 29 and February 4. There was a small number of confirmed cases, typically 0 to 2 percent. A few pre-symptomatic or asymptomatic cases were confirmed.	0-2%

出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

感染再拡大のリスクを考えると、いかなる部分的な経済再開計画も、安全であることを国民に納得してもらう必要があるだろう。というのも、当社が最近のリポートで示したように、米国におけるソーシャルディスタンスの広がり、大半がウイルス感染の懸念に対する自発的な対応であり、政府のロックダウン命令を受けたものではないからだ。

経済を再開するためには、前提条件として、新たな確認感染者のさらなる減少、医療施設のある程度の受け入れ余地、多くの人を短時間で検査できる能力の拡充、今後の感染拡大を防ぐために感染者との接触者を追跡⁵・隔離できる能力などが必要と考えている。これらの前提条件は今後数ヶ月に達成可能と思われるが、再開しながらウイルス感染拡大を防ぐことが現実に可能なのかという点については依然として不確実性が高い。

これらの前提条件が整った時点で、ロックダウン措置が少しずつ緩和され、経済再開が

⁴ Marc Lipsitchの「Who Is Immune to the Coronavirus?」(2020年4月13日付『ニューヨーク・タイムズ』)参照。

⁵ 米国で過大となっているのは人と人の接触の追跡特定とプライバシーの問題のバランスである。A challenge in the US is balancing tracing contact between people with privacy concerns. 数学者が開発した携帯電話アプリのNOVIDは、Bluetoothの電波とマイクロフォンが捉えた超音波周波数を利用して匿名でウイルスへのエクスポージャーを追跡しA cell phone app developed by mathematicians, NOVID, anonymously traces virus exposure by using Bluetooth radio waves and ultrasonic frequencies captured by the microphone to 人と人の距離を測定し、自ら申告した感染者の近くにいる人に警告を発するその後measure the distance between people and later alert people who have been near someone who self-reports as infected. そうした技術により、新たに感染した可能性のある人の追跡が他の国におけるそれよりも侵襲的なものになりうる。詳細はNovid.orgを参照されたい。Such technologies could enable the same tracing of potential new infections as more invasive approaches in other countries. See Novid.org.

始まるだろう。米国では初期の感染拡大ペースがソーシャルディスタンスにより抑えられた経験があるだけに、制限を解除する際には、感染の再拡大を防ぐため、慎重にも慎重に事を運ぶ必要がある。再開のペースは、地域のウイルス感染状況や医療施設的能力などによりばらつきが生じるとみられる。

オフィスや工場の勤務体制、商業活動、社会生活に対して考えうる多くの調整を加えることは、再開段階でのウイルス感染拡大リスクの抑制に資する。図表6の中央の列にそうした調整の具体例を示している。マスク着用、手洗い、念入りな清掃の頻度引き上げ、こまめな健康診断受診、物理的距離の維持、集会の制限などの調整は国民生活の多くの分野で実行可能だろう。人の密度は時差出勤や公共交通機関、レストラン、およびその他商業・文化施設の人数制限により引き下げることが可能だ。生活の正常化の度合いはどのグループに属するかにより異なるとみられ、免疫を得た人は最初に元の生活に戻れるのに対し、最もリスクの高いグループはワクチンが利用可能になるまで社会的交流の自粛を続けることになるかもしれない。

図表 6: 経済の部分的再開に伴い、勤務体制や商業活動、社会生活にいくつかの調整が必要になる

Prerequisites for Reopening	Adjustments to Permit Gradual Reopening	Ways to Accelerate Reopening
<ul style="list-style-type: none"> - Slower pace of new cases - Hospitals are not overstretched - Ability to test large numbers quickly - Ability to trace and quarantine infected people 	<ul style="list-style-type: none"> - Wider use of masks - Frequent hand-washing, disinfecting, and deep cleaning - Contact tracing and quarantining following breakouts - Restore lockdown policies if cases rebound too quickly - Encourage older/at-risk population to limit time in public - International and/or domestic travel restrictions - Increase to-go offerings and cashless transactions - Bring back workers who are immune - Maintain physical distancing measures and limitations on gatherings - Limit allowable capacity for public transportation, restaurants, museums, etc.; add protective barriers - Stagger shifts for employees, take turns eating lunch to reduce cafeteria crowding, add safety equipment - Surveillance systems, temperature checks, use of technology and data to identify areas of concern - State-by-state recovery, with reopening first starting in areas that have less cases 	<ul style="list-style-type: none"> - Therapeutic or preventative treatments - Vaccine - Antibody testing - Favorable seasonal effects - Wider immunity than previously thought

出所：ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

再開の順序については2通りのアプローチが考えられる。

最適アプローチは、ウイルス感染リスクの「コスト」との比較で最大の経済的便益を提供する活動から再開し、許可される活動全体の水準をウイルス感染抑制が可能な範囲に制限することだろう⁶。現実には、これは計測が難しいかもしれない。当社アジア経済調査チームの分析によると、職場・公共交通機関の閉鎖や公共イベントの中止とサービスセクターの活動との間にはアジア各国で最も高い相関があるが、国内および海外旅行の制限はさほど重要ではない。しかし、「コスト」であるウイルス伝染リスクの推計はさらに難しい可能性がある。このアプローチから導かれるインプリケーションの1つ

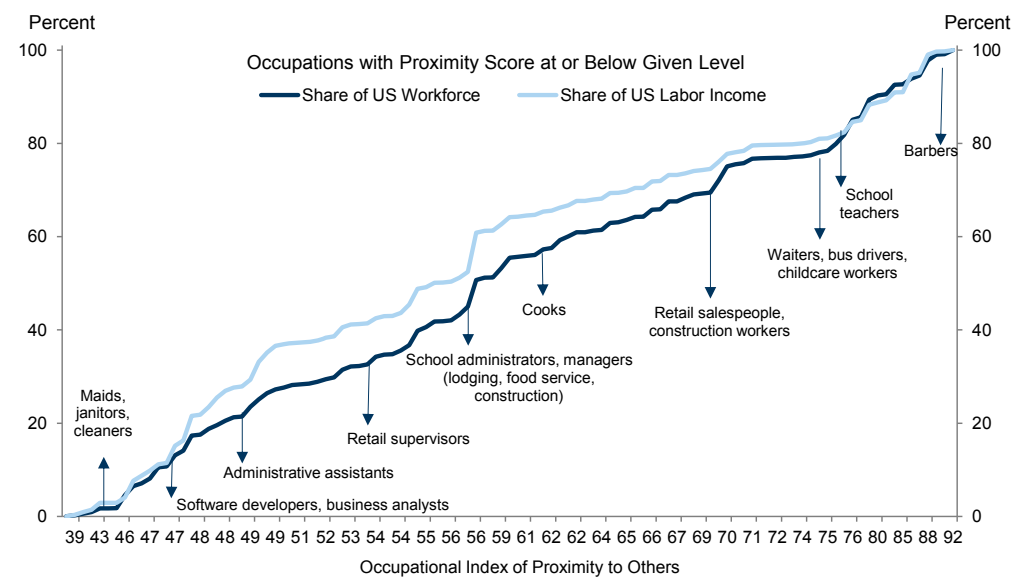
⁶ Eric Budishの「R<1 as an Economic Constraint: Can We ‘Expand the Frontier’ in the Fight Against Covid-19?」(2020年4月1日)参照。

は、自宅でも職場や商業施設とほぼ同様に行うことのできる経済活動は総じて再開順序が後になるだろうということだ⁷。

人々が当初、自宅外での活動を感染リスクの最も低いものに制限したことを考えると、自然なアプローチは、最も安全な活動から最も危険な活動に順に再開していくことだろう。図表7はこれを職業別の観点で示したものだ。具体的には、職業別のサーバイデータに基づき、他人との接近が必要な度合いの低い順に左から右へ並べている。

政府の強い介入がなければ、実際の再開状況はこの2つのアプローチの間になるだろう。第一のアプローチは中央主導の計画であれば最適かもしれないが、ウイルスのリスクに関する情報が完全ではなく、企業と個人が自らの活動のウイルス伝染に対する外部性を把握できない状況では、民間経済は必ずしも独力でこのアプローチに到達できるとは限らないからだ。

図表 7: 他人との物理的接近をあまり必要としない職業と活動は早期再開の可能性が高い



出所：セントルイス連銀、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

⁷ 例えば、Jonathan DingelとBrent Neimanの「How Many Jobs Can Be Done at Home?」(2020年3月26日)を参照。

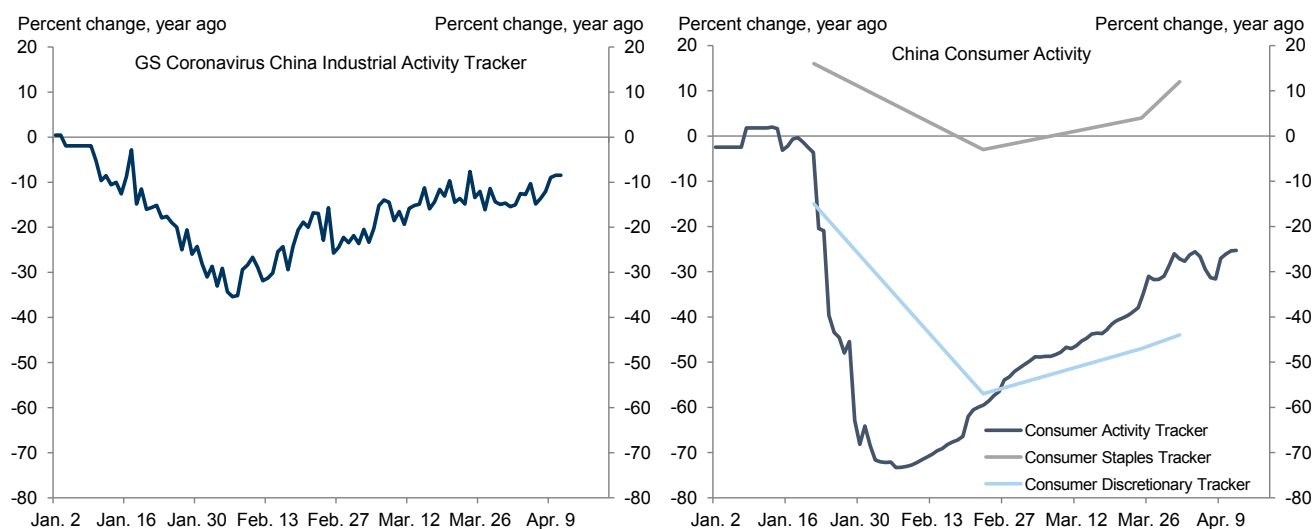
海外の経済再開の事例から得られる教訓

すでに数カ国が、新型コロナウイルスの感染拡大を受けたロックダウン状態から経済を徐々に再開し始めたか、近く開始する計画を発表している。こうした海外の事例は、米国での再開がどのようなものになるかのヒントを与えてくれる。

最初に、再開が最も進んでいる中国の例を見てみよう。中国の大部分の省は、最初に感染拡大の中心となった湖北省を含めて、すでに緊急対応の水準を引き下げている。しかし、職場での体温測定や健康状態に応じた移動制限などの予防的措置は現在も継続されている。

ウイルス感染拡大防止策の緩和に伴い中国の鉱工業活動はめざましい回復を示しており、当社の新型コロナウイルス中国鉱工業活動トラッカーは現在1年前の水準を8%下回っているにすぎない。消費活動も急回復しているが、水準はまだ低く、当社の中国消費活動トラッカーは1年前の水準を依然として25%下回り(図表8参照)、なかでも一般消費財の支出が低迷している。当社は米国でも中国と同様に消費サービスより製造業が急速に回復すると予想している。しかし、米国は中国に比べて経済に占める製造業のウェイトが低いこと、徹底したウイルス対策が実施される公算が比較的小さいこと、再開のプロセスも中央主導ではないとみられることから、経済全体の回復ペースはその分遅くなるだろう。

図表 8: 中国では消費活動より鉱工業活動の回復が先行している



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

その他のアジア諸国はロックダウンを導入もしくは延長し、ソーシャルディスタンスを義務付けている。マレーシア、フィリピン、インドは最近ロックダウンを延長し、シンガポールと日本は最近の感染者急増を受けてウイルスへの対応を強化した(図表9参照)。大半の国は徐々により厳しい措置に移行しており、台湾、韓国のように新たな感染者が比較的少ない国も、感染者の流入を恐れて引き続き海外渡航を厳しく制限している。

欧州数カ国もきわめて緩やかなペースで経済活動を再開する計画を発表している。図表9に示したように、デンマーク、チェコ共和国、オーストリア、スペイン、イタリアは制限を一部解除したものの、ほとんどの措置を継続している。米国では、東海岸数州の知事と西海岸数州の知事がそれぞれ再開計画の策定に向けて議論を開始しているが、両

グループとも現時点では再開計画の公的な指針やスケジュールを示すには至っていない。

図表 9: 多くの地域では状況が再び悪化したか、経済再開の日程を先送りしている

Foreign Experiences with Reopening or Attempted Reopening to Date	
Successes and Setbacks to Date	
China (Wuhan)	Lockdown of Wuhan ended after 11 weeks. People can now leave after presenting an app indicating if they are a contagion risk. Officials continue to urge everyone to stay at home as much as possible. Schools remain closed. Public buses and subways have restarted. Most businesses have resumed operations.
Singapore	Appeared to have the virus under control, but the number of infections has jumped more than 80% over the past week. Has implemented a near total lockdown for one month after a surge in locally transmitted cases over the last several days, and has made it mandatory to wear masks in public.
Hong Kong	Officials in recent days have implemented new social distancing measures, restrictions on restaurants, and the temporary closures of bars and gyms as cases have gradually risen over the last several weeks.
Malaysia	National partial lockdown began on March 18 and was first scheduled to end on March 31; the lockdown was then extended to April 14, and once again to April 28.
Philippines	Partial lockdown scheduled to end on April 12 has recently been extended until April 30.
Foreign Plans to Reopen in the Near Future	
Plans to Reopen	
Austria	"Step-by-step" reopening. Small stores have reopened, with limits to capacity. All other stores are set to reopen on May 2. Restaurants, hotels, and schools will wait until mid-May. Large gatherings prohibited until the end of June. At-risk people should still be restricted. Mandatory usage of facemasks in public areas.
Czech Republic	Government has allowed reopening of certain small shops, and relaxed rules on activities such as running and cycling. More shops may be opened after Easter weekend. Social distancing measures, disinfection requirements still in place. Easing of some restrictions on leaving the country; people will have to present "reasonable grounds" to go, and observe a two-week quarantine upon return. Previously had considerably stricter lockdown than most other countries.
Denmark	Has opened daycare centers, kindergartens, and primary schools. Government will start talks with business leaders on gradually reopening. Any signs of an uptick in the number of cases would be followed by reapplying restrictions. Borders will remain closed, travel restrictions will remain in place, gatherings larger than 10 people will still be banned. Restaurants, bars, and cafes will remain closed.
Germany	No firm timetable yet on returning. Mandatory wearing of masks, strict quarantine for those infected, protection of high risk groups. Gradual reopening of stores and restaurants, with capacity limits and distance requirements.
Spain	Some nonessential workers are allowed to return, such as those in construction and manufacturing. Bars, shops, and public spaces will remain closed for at least two more weeks.
Italy	Several stores are now allowed to reopen, mainly bookstores and stationary stores. Customers are required to wear protective masks and gloves, and shops must be sanitized twice a day. Wider nationwide restrictions will remain until at least May 3.
France	Lockdown extended until at least May 11. After May 11, the current plan is to allow the reopening of factories, schools, and day-care centers.

出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

海外の事例は米国に3つの教訓を提供する。第一に、当初の再開スケジュールはしばしば楽観的すぎたことが明らかになっており、多くの場合、当初計画が変更され、制限の厳格化やロックダウンの延長が実施されている。第二に、先陣を切って再開した国でさえ、計画は段階的で慎重である。第三に、消費サービスセクターより製造業のほうが回復ペースが速い。

経済の回復：シナリオ分析

最後に、様々な再開の道筋が成長見通しにとって何を意味するかを検討する。

閉鎖命令の部分的緩和、ソーシャルディスタンシングへの適応、免疫獲得者を見出すための抗体検査の拡大に伴いウイルスによる経済活動へのマイナス影響がピークから低下するため、米国経済は現在の底から今後2~3ヵ月に回復に向かうと当社は強く予想している。経済へのダメージが予想より長期化して回復が遅れることはありうるが、これまでのところニュースはおおむね心強い内容だ。労働市場ではレイオフの大半は一時的なものであり、これは雇用主と被雇用者の関係がおおむね維持されていることを意味する。企業についても、倒産件数の大幅な増加は見られない。ただ、雇用と倒産のいずれの懸念についても、ウイルスの影響はまだ出始めたばかりで、今後数ヵ月の状況を予想するのは難しい。

四半期ベースの成長見通しは、主にピーク時の落ち込みの度合い、ロックダウンの期間、再開段階での回復のペースの3つの変数に左右される。当社の推計では、4月のピーク時のマイナス影響は製造業で25%、建設業で30%、住宅売買仲介手数料とリフォーム売上高で60%、消費サービスで14%だ。推計では回復が5月と6月に始まり、その後ゆっくりとしたペースで進み、製造業と建設業では毎月15%ずつ、サービス活動では毎月12.5%ずつ、それぞれマイナス影響が縮小すると想定している。

当社のベースラインGDP成長率予測では、四半期別の成長率(前期比年率)を引き続き第1四半期-7%、第2四半期-34%、第3四半期+19%、第4四半期+12%としている。2020年通年の平均成長率は年率-5.7%、第4四半期同士の比較では-4.9%である。

最後の3つの図表は、当社のベースライン予測を考へる上振れおよび下振れシナリオと比較したもので、ベースライン予測に比べ、上振れシナリオは当初のピークのGDPの落ち込みが小さいが、ロックダウン(回復ペースは半減すると想定)期間は同じとし、下振れシナリオでは当初のピークのGDPの落ち込みが大きく、ロックダウン期間も長いとしている。それぞれのシナリオは、回復ペースがベースラインを上回った場合と下回った場合をレンジで示している。

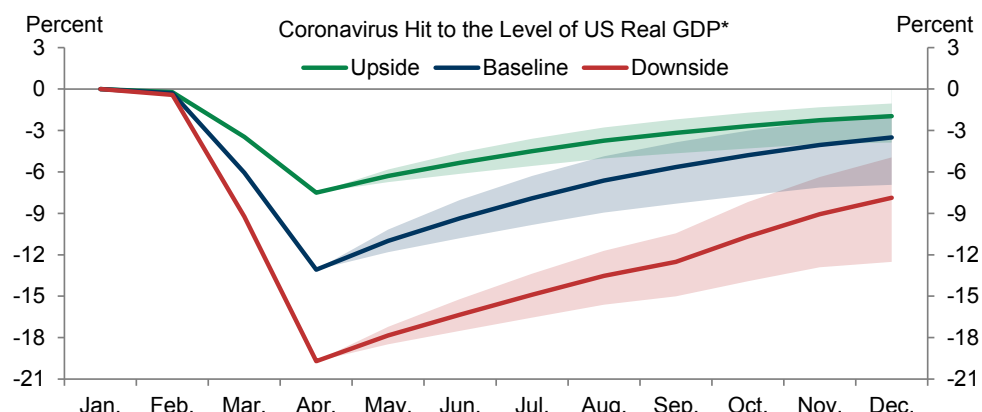
上振れシナリオとしては、治療法に大きな進展が見られる、気温上昇に伴い感染拡大ペースが大幅に鈍化する、ソーシャルディスタンシングの経済コストを低下させるようなより効率的な適応が進む、といった状況が想定される。広範囲で使用可能なワクチンが開発されれば、経済活動の回復ペースはさらに速まる可能性が高いが、近い将来開発される見込みは小さそうだ。

下振れシナリオとしては、新たな感染者数の減少ペースが鈍る、ロックダウン期間が長期化する、感染が再拡大して制限措置の緩和と厳格化が繰り返される、所得への二次的影響が大きくなる、対面交流の回避が持続する、といった状況が想定される。

図表10は、当社のベースラインシナリオの前提と、上振れシナリオと下振れシナリオにおけるGDPの水準(上)と成長率(下)を示している。具体的には、上振れシナリオでは活動に対するピークのマイナス影響を7%と想定し(当社ベースラインシナリオは13%)、下振れシナリオでは活動に対するピークのマイナス影響を20%、ロックダウンの期間を6ヵ月間と想定している。上のグラフは各シナリオにおけるGDPの水準を様々な回復ペースに対応するレンジで示したもので、きわめて鈍い回復ペースではウイルスによるマイナス影響が製造業、建設業、サービス業で毎月5%縮小すると想定し、速い回復ペースではマイナス影響が製造業、建設業で毎月25%、サービス業で同20%縮小すると想定し

ている。また、下の表はベースラインシナリオの回復ペースを前提とした場合に各シナリオで示唆される四半期成長率を示している。

図表 10: 当社のベースラインシナリオには上下両方向のリスクがある



Note: The solid lines show an upside scenario (7% peak growth hit), our baseline (13% peak growth hit), and a downside scenario (20% peak growth hit, 6 month lockdown) under our baseline speed of recovery. The ranges for each scenario show outcomes under slower and faster recovery rates.

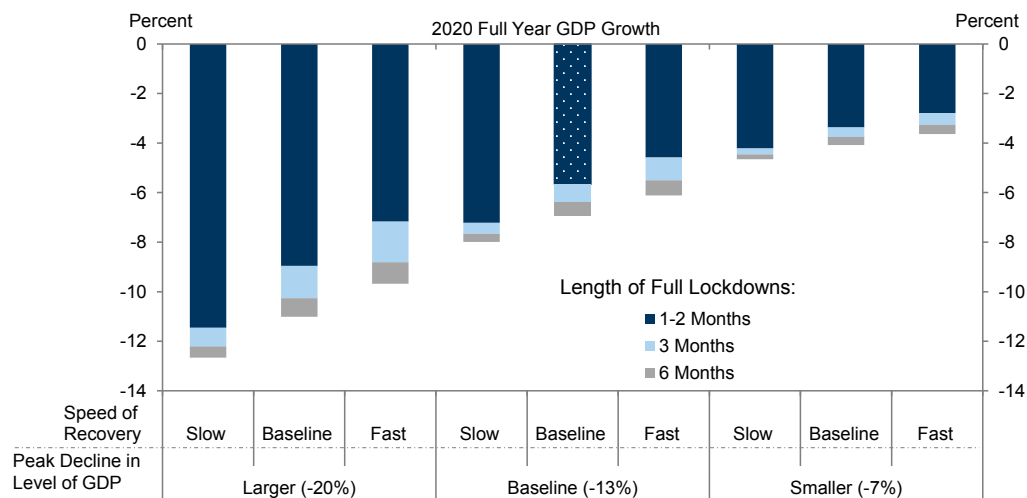
* Relative to a counterfactual of 1.75% potential growth.

Scenario	2020 QoQ AR				2020 YoY				2020 Full-Year Growth
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Deep hit, 6 month lockdown, baseline speed of recovery	-7	-53	20	20	-0.3	-18.0	-14.6	-11.1	-11.0
Baseline peak hit, baseline speed of recovery	-7	-34	19	12	-0.3	-10.5	-7.0	-4.9	-5.7
Small hit, baseline speed of recovery	-7	-20	11	7	-0.3	-6.1	-4.1	-3.0	-3.4

出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

図表11は、3つの主要変数すべてにベースラインとは異なる前提を置いた、より広いレンジのシナリオの下で、2020年の成長率がどうなるかを示したものだ。左の最も極端なシナリオでは、成長率へのマイナス影響が二桁(%)に達する可能性がある。最も楽観的な右側のシナリオでは、経済活動へのピークの打撃が比較的小さく、ロックダウンは1~2ヵ月で終了し、回復ペースは速いと想定しているものの、それでも2020年の成長率は-3.3%と通年では1946年以来の低水準となる見込みだ。当社はベースラインシナリオに対して上下両方向のリスクがあると考えているが、2020年通年の成長率に対する数値的リスクは下方に傾斜している。

図表 11: 2020年の成長率はピークの経済活動の落ち込み、ロックダウンの持続期間、回復ペースに左右される



出所: ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部

デビッド・チョイ

デビッド・メリクル

米国経済見通し

予測変更

第1四半期GDP成長率当社予測を-9%から-7%に上方修正した。4月29日発表の第1四半期GDP速報値については、無回答バイアス(最も大きな打撃を受けている企業はサーベイに回答する可能性が低い)やソースデータの多くが出揃わないことを考慮し、-4.5%と当社予測よりさらに小幅なマイナスを予想する。これらのデータの一部は今後数ヶ月に下方修正される見込みだ。

THE US ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

(% change on previous period, annualized, except where noted)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2020				2021			
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
OUTPUT AND SPENDING														
Real GDP	2.9	2.3	-5.7	5.5	3.5	2.0	-7.0	-34.0	19.0	12.0	7.5	6.0	5.0	3.5
Real GDP (Advance Release)	--	--	--	--	--	--	-4.5	-19.0	9.0	12.0	7.5	6.0	5.0	3.5
Real GDP (Q4/Q4 or yoy)	2.5	2.3	-4.9	5.5	2.8	1.7	-0.3	-10.5	-7.1	-4.9	-1.4	11.0	7.6	5.5
Consumer Expenditure	3.0	2.6	-3.7	4.0	3.7	2.1	-3.8	-28.0	16.0	8.0	5.0	4.0	4.0	4.0
Residential Fixed Investment	-1.5	-1.5	-2.9	9.1	5.5	2.3	12.1	-45.0	25.0	15.0	15.0	12.0	10.0	5.0
Business Fixed Investment	6.4	2.1	-10.0	6.4	5.0	3.9	-15.3	-37.6	20.8	15.0	8.8	6.1	5.7	5.3
Structures	4.1	-4.3	-15.0	4.4	3.1	2.7	-15.8	-45.0	15.0	15.0	10.0	5.0	3.0	3.0
Equipment	6.8	1.3	-12.1	5.3	4.2	2.7	-19.2	-40.0	20.0	15.0	7.0	5.0	5.0	5.0
Intellectual Property Products	7.4	7.5	-4.2	8.7	7.0	5.7	-10.0	-30.0	25.0	15.0	10.0	8.0	8.0	7.0
Federal Government	2.9	3.5	4.2	2.6	0.1	0.0	2.5	6.0	6.0	3.0	3.0	1.0	0.0	0.0
State & Local Government	1.0	1.6	3.3	3.0	1.2	1.0	2.5	6.0	6.0	3.0	3.0	1.5	1.5	1.5
Net Exports (\$bn, '09)	-920	-954	-1,145	-1,349	-1,320	-1,341	-915	-1101	-1247	-1318	-1373	-1376	-1335	-1314
Inventory Investment (\$bn, '09)	48	67	-269	119	75	60	-126	-550	-300	-100	50	150	150	125
Industrial Production, Mfg.	2.3	-0.2	-12.4	7.6	4.7	1.2	-16.1	-43.7	8.9	17.4	14.9	12.2	8.4	5.5
HOUSING MARKET														
Housing Starts (units, thous)	1,250	1,298	1,294	1,500	1,578	--	1,483	1,130	1,218	1,344	1,477	1,420	1,492	1,610
New Home Sales (units, thous)	615	684	639	770	832	--	716	532	626	683	752	739	763	825
Existing Home Sales (units, thous)	5,334	5,330	4,716	5,450	5,564	--	5,280	3,928	4,617	5,040	5,268	5,496	5,510	5,525
Case-Shiller Home Prices (%yoy)*	4.1	3.2	-2.1	2.3	1.9	2.0	2.8	-0.5	-1.6	-2.1	-1.0	0.1	1.2	2.3
INFLATION (% ch, yr/yr)														
Consumer Price Index (CPI)	2.4	1.8	1.0	1.9	2.1	2.2	2.1	0.3	0.7	0.8	1.0	2.5	2.1	2.0
Core CPI	2.1	2.2	1.7	1.8	2.1	2.2	2.2	1.6	1.4	1.5	1.4	2.0	2.0	1.9
Core PCE**	2.0	1.6	1.4	1.5	1.8	2.0	1.8	1.4	1.2	1.3	1.2	1.5	1.6	1.6
LABOR MARKET														
Unemployment Rate (%)	3.9	3.7	10.5	7.4	6.0	6.0	3.8	13.3	15.1	9.7	8.3	7.7	7.1	6.5
U6 Underemployment Rate (%)	7.7	7.2	20.7	12.9	10.5	10.4	7.5	26.9	29.2	19.2	15.3	13.0	11.6	11.6
Payrolls (thous, monthly rate)	192	174	-669	550	350	213	124	-5,000	-800	3,000	850	450	450	450
GOVERNMENT FINANCE														
Federal Budget (FY, \$bn)	-779	-984	-3,600	-2,400	-1,500	-1,400	--	--	--	--	--	--	--	--
FINANCIAL INDICATORS														
FF Target Range (Bottom-Top, %)^	2.25-2.5	1.5-1.75	0-0.25	0-0.25	0.5-0.75	1-1.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
10-Year Treasury Note^	2.69	1.92	0.75	1.35	1.75	1.90	0.70	0.40	0.55	0.75	0.90	1.05	1.20	1.35
Euro (€/€)^	1.15	1.12	1.13	1.17	1.20	1.22	1.10	1.08	1.10	1.13	1.14	1.15	1.16	1.17
Yen (\$/¥)^	110	109	105	104	102	101	108	102	105	105	105	105	104	104

* Weighted average of metro-level HPIs for 381 metro cities where the weights are dollar values of housing stock reported in the American Community Survey.

** PCE = Personal consumption expenditures. ^ Denotes end of period.

Note: Published figures in bold.

Source: Goldman Sachs Global Investment Research.

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、ヤン・ハチウス、アレック・フィリプス、デビッド・メリクル、スペンサー・ヒル、ダーン・ストライブンは、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を<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た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。