

「新春討論会-2020年の経済展望」

令和2年1月17日

1

海津政信氏資料

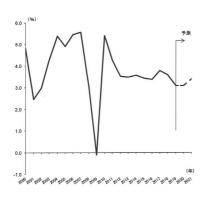
野村證券金融経済研究所シニア・リサーチ・フェロー 兼アドバイザー



世界経済は減速から持ち直しへ、金融緩和等が奏功

NOMURA

世界の実質GDP(国内総生産)の推移と見通し



(注) 2020年1月10日時点。2019年以降の予想は野村。 (出所) IMF(国際通貨基金) World Economic Outlook Databaseより野村作成

世界経済見通し(実質GDP成長率)

			実質GDP	(%		
		2019年 (予)	2020年 (予)	2021年 (予)		
世界		3.1	3.1	3.4		
先進国		1.7	1.3	1.5		
	米国	2.3	1.8	1.9		
	ユーロ器	1.2	0.9	1.3		
	日本	0.8	0.3	0.4		
新興	-	4.2	4.5	4.7		
	中国	6.1	5.7	5.5		
	インド	4.9	5.5	6.5		

(注)2020年1月10日時点の野村による予測値。日本は年度ベース。 (出所)野村

3

トランプ大統領再選戦略を優先、大統領選挙年のNY株は堅調

NOMURA

19年末 23,656 18.2% 28,538 22.3%

米大統領選挙(20年秋)に向けての政治経済シナリオ

米大統領選挙とNYダウほか

- 1. <u>ドランナ航衛の最大の関心は2020年秋の大統領選挙での再選。そのため</u>には未募気の維持が必要で、FFBに連連事金)の金融政策が極めて重要、FFBは19年7月から10月にかけて米景気維持に向け9.255 水2かの利下げぞ3回、累計9.755水イナ実施した。
- 2. 中国が鄧小平主義に戻らない限り、米国の中国に対する厳しい安保、通 商政策は変わらない。18年10月のヘンス副大統領のハトンン研究所での中 国批判演説に代表される。

ただ、2020年の大林領再選戦略を考えると、中国景気が悪化し、世界の 株式市場が大きく下落するケガトリカシなる。このため、19年10月以降再 環戦略を優先し、米中通南支渉の部分合意を目指して対中協議を行って きた。結局、米中協議の結果、19年12月15日からのスマーフェン・バン準の 投入1,600億上への関邦引上げは異迭合は、9月11から1,400億上4にか げている154の開税は「541に異迭合は、9月11から1,400億上4にか は大きなが、大きない。19年12日から1,400億円を 19年12日から1,400億円の 19年12日か 19年12日から1,400億円の 19年12日か 19年12日か

- 3. 米行シ対立が過激化。20年1月3日には米軍が行シ革命防衛隊の外イマニョ 令官を殺害し、1月7日には行かその報復で行うにある米軍基地を弾道さ サルで攻撃した。しかし、ここでもトランプ大統領は再運戦略を優先し、それ 以上の攻撃は封印した。
- 4. 19年8月から12月まで5か月連結で米ISM製造業指数が米製造業の好不 況の分岐点の6割る等、米中通商庫線は米製造業にもダージを与えてい が、FBEが19年に実施した業計の75年メイツを防め到下げ米生、米 ジ休戦による米株高レルで個人消費が支えられ、緩やかな米景気拡大 は終こう。

(出所) 野村米国エコ/ミストの見方も踏まえ作成。20年1月14日時点。

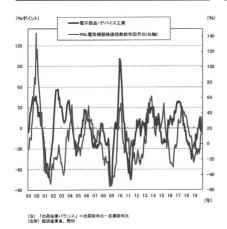
	米大統領選挙	とNYダウ(194	15-2017)		日経平:	均株価	NY	97
	平均上昇率	勝ち負け	勝率		指数	上昇率	指数	上昇率
中間選挙年	5.88%	11勝7敗	61.1%	12年末	10,395		13,104	
大統領選挙の前年	15.07%	17勝1敗	94.4%	13年末	16,291	15.7%	16,576	26.5%
大統領選挙年	4.86%	13勝5敗	72.2%	14年末	17,450	7.1%	17,823	7.5%
大統領就任年	7.79%	11勝8敗	57.9%	15年末	19,033	9.1%	17,425	-2.2%
				16年末	19,114	0.4%	19,762	13.4%
				17年末	22,764	19.1%	24,719	25.1%
				18年末	20,014	-12.1%	23,327	-5.6%

(出所)日本経済新聞などから野村作成

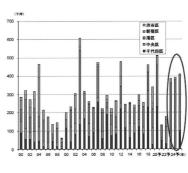
新春討論会 二〇二〇年の経済展望

半導体サイクル底打ち、都市再開発需要旺盛 NO/MURA





東京都心5区のオフィス供給量



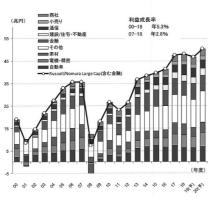
(注)暦年ベース (出所)三鬼商事、予想は野村

5

長期投資に堪えられる日本株、貯蓄から投資を本格化へ

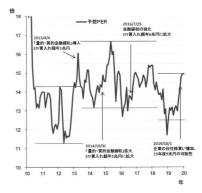
NOMURA

Russell/Nomura Large Cap 業種別経常利益の推移



(注) RussellMomuraは日本株式市場全体を代表する統計で構成されている。Large Capは大型株。 予想は2020年1月9日時点。連結子会社は控除して集計している。 TOPが投票予想にPSは、18年度114、19年度108、20年度115、21年度126。 (出用)野村

TOPIX予想PERの推移



(注) 12カ月先予想EPS (1株当り利益)に対するPER (株価やEPS)。 予想EPSは野村予想優先、東洋経済予想で補完。(出所)東洋経済新報社、トムソン・ロイターより野村作成



原油急騰リスクは小さい、米国は世界1の産油国

NOMURA

世界の石油需給と原油価格

米国エネルギー省の米国原油生産見通し

	((需給数値:100万パレル/日、原油価格:ドル/									
	17年 (実績)	18年 (実績)	19年 10-12月期 (推)	20年 10-12月期 (予)							
需要量合計	98.2	99.3	101.4	102.8							
(前年比、%)	1.9	1.1	1.9	1.4							
供給量合計	97.5	100.3									
(前年比、%)	0.6	2.9									
非OPEC計	60.1	62.9	65.8	67.4							
(前年比,%)	1.5	4.7	2.0	2.4							
OPEC NGLs	5.4	5.5	5.5	5.6							
(前年比、%)	1.9	1.9	0.0	1.8							
OPEC 原油	32.0	31.9									
(前年比、%)	-1.2	-0.4									
需給ギャップ	-0.7	1,0									
原油価格(WTI)	50.87	64.91	56.79	50.0-65.0							

(日量百万パレル) (ドル/パレル) 14.0 150 130 130 WTI7±'el.摄故(左軸) 12.5 120 12.0 110 115 100 11.0 10.5 20 70 10.0 60 9.5 9.0 50 8.5 8.0 30 7.5 20 米国原油生産(左軸 7.0 65 0 13/1 14/1 15/1 16/1 17/1 18/1 19/1 20/1 21/1

(注) 国際エネルギー機関発表の実績、および予測。原油価格の予想は野村。WTIは未開軽質原油。 原油価格は期中平均値で、トムソン・ロイター・データストリームによる実績値。 (出所)国際エルギー機関に向い、トムソン・ロイター・データストリームと影射作成

(注) WTI:米国軽質原油。 価格、生産ともに、月間平均値 (出所) 米国エネルギー省、トムソン・ロイター・データストリームより野村作成

7



ディスクレイマー

アイスグレイと、投資機能の参考となる情報の提供を他一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択に 必責性側の最終と呼ば、お客様ご自身の判断でなるとうこと語いいたします。このリペートは、信頼であると考えられる情報にあって作ります。 必責性側の最終とでは、お客様ご自身の判断でなるとようと記録いいたします。このリペートは、信頼であると考えられる情報にあって作ります。 那であり、予格なで設かる場合があります。野村園参考とは常して現在を含ったのではありません。このボートに記録される単した。作品における判 朝であり、予格なで設かる場合があります。野村園参考とはディの報会化するが多材サールディングスの設理機は、このレポートに記録されています。 おいましている場合があります。野村園参末とはディの報会化するが多材サールディングスのは、このレポートに記録されて証券、それら証 参に基づくオブランス、先待をの他の金融地生態はこのいて、買い持ちまたは地り持ちのボジランをそれている場合がある。 来に基づくオブランス、先後でもの金融地生態はこのいて、買い持ちまたは地り持ちのボジランを考している場合があります。 非国を持ちている場合があります。野村園参拝は、のレポートに掲載された会社に対して、引受等の設度銀行業券その他サービスを提供し、かつそれらの サービスの勧誘を行うことがあります。このレポートに募集された会社に対して、引受等の設度銀行業券その他サービスを提供し、かつそれらの サービスの勧誘を行うことがあります。このレポートに募集された会社に対して、引受等の設定銀行業券をの他サービスを提供し、かつそれらの サービスの勧誘を行うことがあります。このレポートに募集されたる実施を表しまった。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数科等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大143%(財込み) (20万円以下の場合は、2800円(投込み)) の売買手数料、投資信託の場合は拡続でことに設定された購入料予数料(後金時干数料) および運用管理費用(信託報酬)等の施経費、等)をご負担いただく場合があります。また、名商品等には価格の変勢等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の支約物能前投付者面。上報有価証券等書面。目館見着、等をよくお読みください。

国内株式 (国内REIT、国内EIT、国内EIT、国内EIT、国内4ンフラファンドを含む)の売買取引には、約定代金に対し最大1.43% (税込み) (20万円以下の場合は2,860円 (税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式を制対取引 (海集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いただだる2,860円 (税込み))の売買手数料といただきます。国内株式は株のの金に返ごし、脱手数料をしただくことがあります。国内株式は株の町 新により損失が生しるおされがあります。国内保証は経りする不動産の価格や収益力の変動により損失が生しるおされがあります。国内民EITは運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生しるがよれがあります。国内EIT・EIT は動する名間を対象の変動により損失が生しるおされがあります。 外国株式の売買の変動により損失が生しるおされがあります。国内民EITは運用するインファンアとは運用するインフラファンドは運用するインフラ度等の価格や収益力の変動により開失が生じるおされがあります。

外国株式の売買印引には、売買金舗(現地的定金額に現地・整保社と秘密等を買い場合には加え、売りの場合に関います。 (税込金) (完成年金か75万円以下の場合に最大750円(税込金) の国内売買手参数件といただきます。売りの場合に関いる場合は高市第での現地・要談件を保 等は関や地域により異なります。外国株式を相対取引 (募集等を含む) によりご購入いただく場合は、購入対価のみお値を変払いいただきます。ただし、 相対取引による売買においても、3条様との含意に基づき、別途手要数やいただくことがあります。外国権の支払が必要が出るが最初機の変動が により損失が生じるおそれがあります。 信用取引には、元度手数件 (約5位金に対し最大1.43%(税込み) (20万円以下の場合は2.860円(税込み))、管理費および権利処理手数料をいた

信用取引には、売買手数料 (お定代金に対し最大143% (税込み) (20万円以下の場合は2,860円(税込み))、管理資金よび無料税理事業料をいた だきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する受料を、売付けの場合、売付け株等に対する資料制あよび品益料率になださます。委託保証 は、売取仕金の30%以上、(オンライン信用取引の場合、売買付金の33%以上)で、かつ30万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約 3.3億まで (オンライン信用取引の場合、委託経証金の約62年で)の設計を行うことができるため、結婚の変動により要託保証金の額を上回る損 失が生じるおされがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

野村證券株式会社

對付國勞和公司在 金融國高級引導者 國東財務局長(金裔) 第142号 加入協会日本延勞集協会,一般社团法人日本投賽觀問業協会、一般社团法人金融先物取引業協会、一般社团法人第二種金融商品取引業協会 Copyright of 2020 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.

熊谷亮丸氏資料

大和総研常務取締役チーフエコノミスト

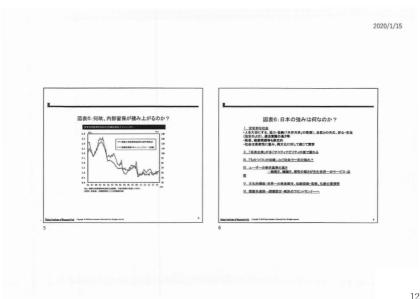
9

証券レビュー 第60巻第2号

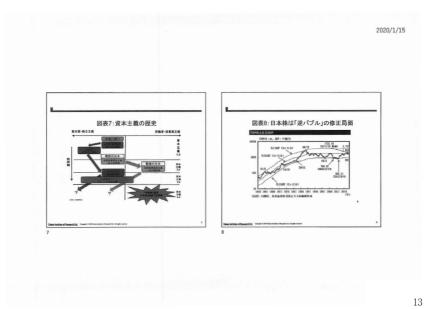
2020/1/15

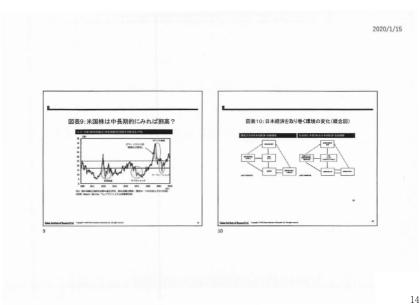
図表3:日本経済を下支えする要因 ①グルーバルな<u>政治的ビジネスサイクル</u> ②<u>所得・雇用環境</u>の改善は継続 ③消費増税に伴う景気対策 ④設備投資は概ね底堅<推移する公算 ⑤グローバルなITサイクルには底入れの兆し





新春討論会 二〇二〇年の経済展望

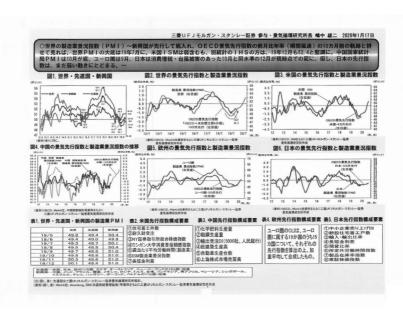




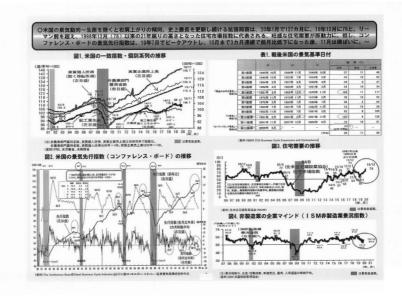
嶋中雄二氏資料

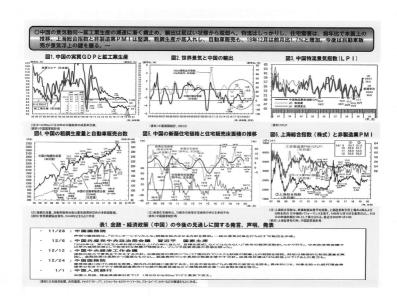
三菱 U F J モルガン・スタンレー証券参与 景気循環研究所長

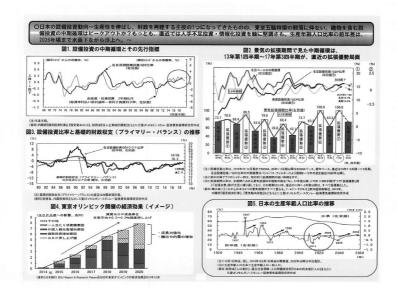
15



新春討論会 二〇二〇年の経済展望







〇日本の景気の近未来予測~現状の景気は、消費増税直接の19年9月でピークアウトし、11月まで落ち込んでいるとみられるものの、 もなく改めて上昇に転じ、東京五籍・バテの終わる50年9月頃まで高度状態。その直後から、21年段状にかけて意味下するも、その 大阪万様(25年開催。同年は「昭和100年」も)を結合型リント(1R、大阪市位と4年開業を視野)、東京・名古屋間リニア開造 (27年)へ向け、再び上昇軌道へ。その頃には、再び日経平均株価3万円台への副時も、・ 図1. CI・一致指数で見た、今後の日本の景気の予測推移 100 (注1) は景気後退期(内限的調べ)。 (注2)19年12月以降の推移は、日付も含めすべて橋中による予測 (資料)内限所[景気動向池数] 表2. 大阪・夢洲に I Rが実現した場合の経済効果(試算) 表1.2025年大阪万博の経済波及効果 雇用創出 集客人数 投資額 経済波及 4300億円 7600億円 5万1000人 海蜘蛛运出 施設建設 (通算) 0. 23KPS 0. 2 JEPS 0. 7 NE PS 0. 4岁6円 0. 438 P9 1. 196 [9] 開業後の 6900億円 8万3000人 約1500万人 (2) 実育開発性は下の通り、 ・撮談表:注意でよる赤種整備に関する撮影変(約1/20億円) ・撮談表:注意でよる赤種整備に関する最数変(約60億円) ・撮影表:注意でよる金埔整備に関する最数変(約60億円) ・撮影表:注意でよる金埔業機能(約60億円) ・大場態を定義機(3060万人(1970年大阪万勝幹は412万人の外坂瓜松170万人) (資料)接近業者(2000万人(1970年大阪万勝幹は412万人の外坂瓜松170万人)

20

高田創氏資料

岡三証券グローバル・リサーチ・センター理事長 エグゼクティブエコノミスト

21

2020年のキーワード 4つの論点



1.回復感なき底入れ

底入れはしたが、回復感に欠ける 「Synchronized Slowdown and Precarious outlook」(IMF) 大きな転換を前にした静けさの年に

2.世界的な資産価格の活況

世界的金融緩和継続での底上げ 変動の縮小も資産価格底上げに Great Stabilization(大いなる安定の時代)

3.日本の見直し、ジャパン プレゼンス

1990年代 ジャパン パッシング 2000年代 ジャパン パッシング 2020年代 ジャパン クロッシング、ジャパン プレゼンス

4.資本主義とデータ主義・スキル主義

世界は資本家に集中する時代 データとスキルが富を集める時代 格差と不満の時代

2020年の経済見通しは回復感に欠ける



■ 2019年10月に発表されたIMFの世界経済見通し

∫ Synchronized Slowdown and Precarious outlook
∫ (IMF)

■ 2020年は世界的にそれまでの下落からの底入れを視野に入れるものの、なかなか回復感が感じられ にくい年

		予測		2019年4月との差			
	2018	2019	2020	2019	2020		
先進国	2.3	1.7	1.7	-0.1	0.0		
米国	2.9	2.4	2.1	0.1	0.2		
ユーロ圏	1.9	1.2	1.4	-0.1	-0.1		
日本	0.8	0.9	0.5	-0.1	0.0		
英国	1.4	1.2	1.4	0.0	0.0		
新興国	4.5	3.9	4.6	-0.5	-0.2		
中国	6.6	6.1	5.8	-0.2	-0.3		
インド	6.8	6.1	7.0	-1.2	-0.5		
ASEAN5	5.2	4.8	4.9	-0.3	-0.3		
ロシア	2.3	1.1	1.9	-0.5	0.2		
ブラジル	1.1	0.9	2.0	-1.2	-0.5		

(出所) IMF

23

2020年の日本経済



日本は東京五輪後の不況はあるか

- 東京五輪後の不況への懸念
- ・世界的に見て底入れ感はあっても回復期待に乏しい
- 消費増税前の駆け込みの反動減
- ・2019年以降の生産減

雇用と資産価格の底上げ

- ・雇用環境の良好さ
- ・資産価格の底上げ
- 不動産の活性化
- 建設の更新需要

経済対策の底上げ

- ・13兆円の経済対策の底上げ
- ・各地でのインフラ更新投資への需要が根強い
- ・アジアの成長の取り込みを中心に世界全体を視野にした投資家的な戦略
- ・日本は人口減少の不安を抱えながらも2020年代は1%前後の成長が続く 新状態 (ニューノーマル)
- ・平成のパブル崩壊後の縮小均衡的な引き籠り状況から、令和 (2020年代) の環境は 通常の状況に戻る

2020年の市場は「金利水没」とLED戦略

岡三証券

- □ 金利が「水没」した状況で資産運用を行うには「LED戦略」が重要
 - ①長期 (Long)、②海外 (External)、③多様化 (Diversify)
 - 「L」:超長期分野の関与。世界的に超長期分野への活用拡大に
 - 「E」:海外のフロンティア拡大。商業銀行分野は新興国を中心に拡大に
 - 「D」:多様化でキャッシュフローの厳選に。エクイティ、不動産、実業への関与、財政の生み出すインフラ分野。 金利マイナスでも配当・賃料はマイナスにならない→エクイティ・不動産への資金の流れは継続

	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
スイス	-0.61	-0.73	-0.75	-0.75	-0.72	-0.68	-0.67	-0.61	-0.62	-0.58	-0.55	-0.51	-0.48	-0.44	-0.41	-0.30	-0.26	
デンマーク	-0.73					-0.49									-0.06	-0.02		
ドイツ	-0.60		-0.62	-0.58	-0.55	-0.50	-0.45	-0.39	-0.33	-0.29	-0.26	-0.23						
オランダ	-0.54				-0.50													
オーストリア	-0.58		-0.58		-0.43	-0.34	-0.27	-0.22		-0.07	-0.02							
フィンランド	-0.53			-0.52	-0.48		-0.26			-0.05								
日本	-0.13								-0.05	-0.03								
フランス	-0.59																0.84	
アイルランド	-0.32		-0.48	-0.45	-0.37	-0.24		-0.10	-0.02							0.52	0.90	
スウェーデン	-0.30						-0.08											
スペイン	-0.46											0.56	0.64				1.27	
ポルトガル	-0.49		-0.38	-0.22								0.52	0.59	0.68	0.74	0.95	1.29	
イタリア	-0.22	-0.06			0.52	0.78	0.39	1.02	1.18	1.36	1.46	1.56	1.66	1.76	1.86	2.07	2.43	
英国	0.66	0.59	0.54	0.57	0.59	0.55	0.58	0.63	0.69	0.77	0.84	0.90	0.04	0.07	1.00	1.16	1.24	1.14
泰州	0.89	0:80	0.78	0.81	0.86	0.92	1.00	1.12	1.19	1.21	1.24	1.26	1.28	1.30	1.33	1.64	1.83	
/ルウェー	1.33	1.34	1,33	1,32	1.31	1.32	1.33	1.35	1.36	1.38								
カナダ	1.71	1.64	1.63	1.61	1.59	1.59	1.60	1.59	1.59	1.59	1.59	1.60	1.60	1.60	1.61	1.63	1.69	
长国	1.55	1.55	1.57	1.59	1.61	1.67	1.73	1.75	1.78	1.81	1.83	1.86	1.88	1.91	1.93	2.05	2.28	
中国	2.47	2.66	2.67	2.77	2.87	2.97	3.08	3.11	3.15	3.18	3.24	3.30	3.37	3.43	3.50	3.52	3.73	
ひド	5,53	5.78	6.33	6.44	6.45	6.63	6.85	6.85	6.84	6.57	6.99	6.92	7.07	7.01	7.08	7.10	7.14	
		上0.5% 以上1.09									%2020	年1月6日	日時点、	証券作 値がない 等推計値	場合は	直近値		

25

2020年代は投資の常識の転換

岡三証券 OKASAN SECURITIES

口債券はインカム、株式はキャピタルとの常識の転換に

- ・従来、投資に関する教科書では、債券への投資は利払いに伴うインカムを重視
- ・株式投資は配当よりも価格変動に伴うキャピタルゲインを期待

現実は

- ・債券インカムに依存できずマイナス金利ゾーンでの価格変動、キャピタルゲイン
- ・マイナス金利でも配当はマイナスにならないなか、株式の配当の重要性
- ・株式はインカムを重視して投資する考え
- ・配当が利払いの4倍以上、配当をインカムとして重視
- ・不動産市場もインカム重視、REITへの関心

