



「新春討論会—2021年の経済展望」

令和3年1月18日

1

海津政信氏資料

野村証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

後掲のディスクレイマーをお読み下さい。

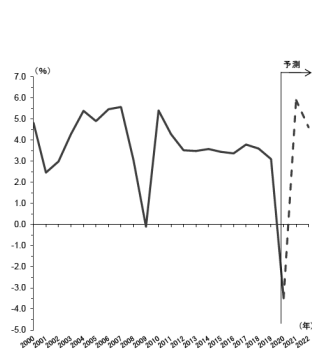


世界経済、政策効果とワクチン実用化で回復に向かう

NOMURA

世界の実質GDP(国内総生産)の推移と見通し

世界経済見通し(実質GDP成長率)



(注) 2021年1月8日時点。2020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

	2020年 (予)	2021年 (予)	2022年 (予)
世界	-3.5	5.9	4.6
先進国	-5.4	4.1	4.4
米国	-3.4	4.3	5.0
ユーロ圏	-7.2	4.5	3.8
日本	-5.1	2.3	3.1
新興国	-2.0	7.4	4.7
中国	2.1	9.0	5.3
インド	-6.5	12.8	5.8

(注) 2021年1月8日時点の野村による予測値。
 (出所) IMF(国際通貨基金)、野村

3 JSRI



米国経済、21年第2四半期から本格回復へ

NOMURA

米国経済見直し

新型コロナウイルス感染症ワクチン開発の動向

(%)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	2020年	2021年	2022年
	(季節調整済み前期比年率%)				(前年比%)		
実質GDP	0.2	4.7	6.8	5.4	-3.4	4.3	5.0
個人消費	0.6	6.2	7.3	5.7	-3.8	5.0	5.5
非住宅固定投資	3.4	2.7	8.0	8.0	-4.2	5.3	7.5
政府支出	-4.9	7.6	10.0	10.0	0.9	0.8	7.0
失業率	6.6	6.1	5.5	4.9	8.1	5.8	3.9
非農業部門雇用者数(千人)	242	433	475	400	-781	388	325
	(前年同期比%)				(前年比%)		
消費寄与度	1.8	3.1	2.3	2.0	1.2	2.3	1.8
GDP deflator	1.3	1.8	1.3	1.5	1.4	1.5	1.6
連邦財政収支(対GDP比%)					-14.6	-13.6	-7.2
政策金利	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125
2年物財務省証券利回り	0.15	0.15	0.15	0.18	0.13	0.18	0.44
10年物財務省証券利回り	1.15	1.20	1.25	1.30	0.93	1.30	1.70

(注) 1. 失業率は労働人口に対する比率。2. 非農業部門雇用者数は前月比増減の期間平均。
 3. 財政収支は前年度(10月~9月)。4. 金利は年率。政策金利は、フェデラルファンド(FF)金利目標水準。5. 2021年1月8日現在。6. 文字は実値。
 (出所) 米商務省、米労働省、米連邦準備制度理事会(FRB)、ブルームバーグ、野村

開発国	開発企業・大学	生産企業	方式	開発状況	実用化時期
独米	バイオテック	ファイザー	核酸ワクチン	米英EU承認、日申請	20年末
米英	モデルナ	ロンザ(スイス)	核酸ワクチン	米英EU承認	20年末
英米	オックスフォード大学	アストラゼナカ	不活化全粒子ワクチン	英米EU等承認	20年末
米英	ジョンソン・エンド・ジョンソン	ジョンソン・エンド・ジョンソン	不活化全粒子ワクチン	P3試験実施中	21年初
日本	大阪大学、アジェンサ	タカラバイオ	核酸ワクチン	P2-3試験実施中	21年春
仏英	サノフィ、グラクソ・スミスクライン	サノフィ	不活化スプリットワクチン	P1-2試験実施中	21年上期
日本	塩野義製薬	塩野義製薬	不活化スプリットワクチン	P1-2試験実施中	21年下期

(注) 日本政府はファイザーと21年6月までに1.5億回分のワクチン購入を合意。アストラゼナカからも1.5億回(うちうち1.3億回分)の購入を合意する。またモデルナからも5000万回分の購入で合意している。このうち、ファイザーは95%の有効性があると11月8日に発表。米食品医薬品局は11月20日に緊急使用許可を申請した。12月11日に承認され、米国内で接種が始まった。また、日本でワットソン・ロビンソン・ロビンソンは、米食品医薬品局に日本での使用許可を申請。モデルナも95%の有効性があると発表。11月30日使用許可を申請し、12月18日に承認された。一方、アストラゼナカは年間の有効性とやや劣るが、21年1月までに承認を申請。なおモデルナのワクチンの国内での試験、承認申請手続きが遅れ、流通などは欧米医薬品工業が先行する。
 (出所) 野村医薬品アナリスト、日本経済新聞等メディア報道等から作成

4 JSRI

総合経済対策第3弾を決定、日本経済も回復へ

日本経済の予測要約表

[2021年1月8日時点]

	20年度 (予)	21年度 (予)	22年度 (予)
国内総生産			
実質国内総生産(GDP)	-5.3	4.1	2.6
民間最終消費支出	-6.2	4.1	2.6
民間企業設備投資	-7.2	5.1	5.9
公的固定資本形成	5.9	-0.1	0.5
財貨・サービス輸出	-13.3	13.7	7.1
財貨・サービス輸入	-6.4	9.2	4.8
名目国内総生産(GDP)	-4.7	4.3	3.0
GDPデフレーター	0.7	0.2	0.5
生産・物価			
鉱工業生産	-10.4	9.9	5.1
消費者物価	-0.4	0.2	0.6
除く生鮮食品	-0.5	0.4	0.5
完全失業率(%)	2.9	2.6	2.4
対外収支			
貿易・サービス収支(兆円)	-1.4	-0.3	2.2
経常収支(兆円)	15.0	17.3	20.5

(注) 断りがなければ、前年比、%、-0.0の場合も0.0と表示している。
(出所) 内閣府、財務省、経済産業省、総務省、日本銀行資料より野村作成

総合経済対策第3弾

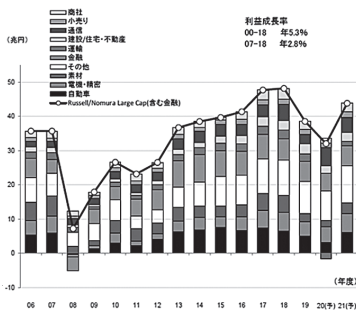
	財政支出	事業規模	施策
1. 新型コロナウイルス感染症の拡大防止策	5.9	6.0	医療機関等への支援、ワクチン接種体制等の整備、地方創生臨時交付金の増額(1.5兆円)等
2. 5Gの普及に向けた経済構造の転換・対価の実現	18.4	51.7	デジタル改革(マイナンバーカードと運転免許証の一体化、オンライン診療の恒久化、5Gの普及等) グリーン社会の実現(グリーン基金の創設、EV、燃料電池車の普及等) 生産性の向上(中小企業の経営転換の支援、10兆円規模の大学ファンド創設、サブスクリプション推進等) 民営主導の好循環の実現(GOTOトラベル事業の延長、ひとり親世帯への臨時特別給付金の再支給等)
3. 防災・減災、国土強靱化	5.6	5.9	5か年加速化対策等
4. 新型コロナウイルス感染症対策予備費の適時適切な執行	令和2年度 5.0 令和3年度 5.0	5.0 5.0	
合計	40.0	73.6	

(出所)内閣府「国民の命と暮らしを守る安心と希望のための総合経済対策」より野村作成

5 JSRI

日本株、21-22年度収益の回復期待と緩和継続で上昇へ

Russell/Nomura Large Cap 業種別経常利益の推移



(注) Russell/Nomuraは日本株式市場全体を代表する銘柄で構成されている。Large Capは大型株。
予想は2021年1月7日時点。連結子会社は控除して集計している。
TQD(過去5年間の平均)は、18年度14%、19年度7%、20年度6%、21年度5%。
(出所) 野村

セクター別連結経常利益の実績と予想

	18年度 兆円	19年度 兆円	20年度(予) 兆円	20年度(予) 兆円	21年度(予) 兆円
自動車	6.4	5.0	3.2	2.4	6.0
電機・精密	5.6	4.2	4.6	4.6	5.6
化学	4.0	2.8	2.0	2.0	2.6
鉄鋼・非鉄	0.9	0.3	0.0	-0.07	0.5
製造業計	23.5	17.2	14.9	14.3	21.5
商社	3.1	2.3	1.6	1.6	2.4
小売	1.5	1.6	1.3	1.1	1.7
流通業(小売・小売)	4.8	2.8	5.3	4.5	4.4
建設/住宅/不動産	2.8	2.9	2.3	2.2	2.7
運輸	2.5	2.2	-1.7	-1.0	1.2
金融	6.4	5.8	5.1	4.8	5.8
非製造業計	24.7	21.4	17.1	16.7	22.4
合計	48.2	38.5	32.0	31.0	43.8

※01時点の予想

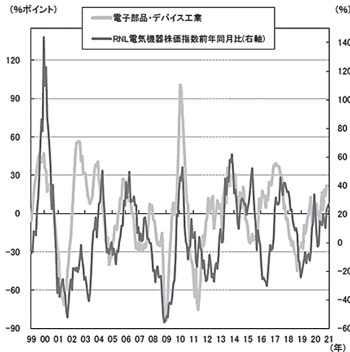
(注) 対象は、Russell/Nomura Large Cap、1月7日時点。
網掛けは第1四半期決算を受けて9月9日に公表したアナリスト予想。
(出所) 野村

6 JSRI

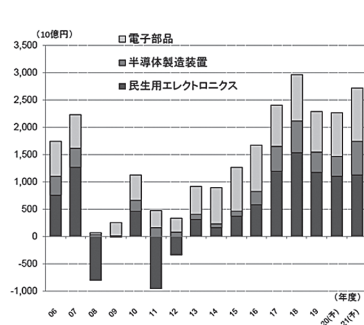
半導体サイクル上昇で好調な半導体・電子部品、同装置

電子部品・デバイス工業の在庫・在庫バランスと電気機器株価指数

3サブセクターの運転経常利益



(注) 「在庫高(バランス)」＝在庫高(売上)－在庫高(売上)
RNIはRussell/Nomura Large Cap
(出所) 経産省調査、野村



(注) 対象はRussell/Nomura Large Cap 構成銘柄
予想は2021年1月7日時点、連結半導体は四捨五入して集計している。
(出所) 野村

7
JSRI

NOMURA

ディスクレーム

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯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、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村證券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスの役員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村證券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります。また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村證券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他のサービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布されています。提供されたお客様限りでご利用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を開かず、いかなる目的で複製、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

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料等（国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%（税込込み）（20万円以下の場合は2,860円（税込込み））の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料（換金時手数料）および運用管理費用（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、各商品等には価格の変動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、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目録見書、等をよくお読みください。

国内株式（国内REIT、国内ETF、国内ETN、国内イ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%（税込込み）（20万円以下の場合は2,860円（税込込み））の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引（募集等を含む）によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内REIT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じるおそれがあります。国内インフラファンドは運用するインフラ資産等の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額（現地約定金額に現地手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額）に対し最大1.045%（税込込み）（売買代金が高額の場合は最大7,810円（税込込み））の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国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、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料（約定代金に対し最大1.43%（税込込み）（20万円以下の場合は2,860円（税込込み）））、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付け株券等に対する貸料および品質資料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上（オプション信用取引の場合、委託保証金の約3倍まで）のお取引を行うことが必要です。信用取引では、委託保証金の約3倍まで（オプション信用取引の場合、委託保証金の約3倍まで）のお取引を行うことが必要です。株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。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
金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号
加入協会日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、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
Copyright © 2021 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.

8
JSRI

熊谷亮丸氏資料

大和総研専務取締役調査本部長
チーフエコノミスト

9  JSRI

ポストコロナ時代に想定されるグローバルな8つの構造変化

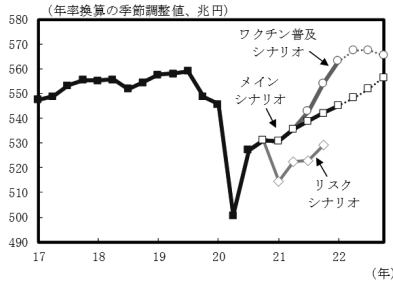
- ①「新自由主義・グローバル資本主義」から
SDGs重視の「ステークホルダー資本主義」への転換
- ②格差拡大(パンデミックの逆進性)、社会の分断・不安定化
→反グローバリズム・ナショナリズム台頭?
- ③米中対立の激化(「資本主義 vs. 共産主義」):ブレア元英首相「History is back!」
→ブロック経済化? 地政学的リスクの増大?
- ④グローバルなサプライチェーンの再構築
ー危機管理体制の強化・リスク分散の推進
- ⑤世界的な過剰債務、過剰設備の調整(特に、新興国)
→金融システムの毀損? 潜在成長力の低下?
- ⑥財政収支の悪化(大きな政府)→財政政策と金融政策の融合?
- ⑦産業構造の激変
 - ・リモートな社会(非接触型社会)の到来
 - ー リモートワーク、オンライン診療、オンライン授業、インターネット選挙等
 - ・好調:テクノロジー、医薬品、水、衛生、食料、再エネ、教育等
 - ・苦戦:運輸、外食、レジャー、エンターテインメント、ホテル、シェアリングエコノミーエネルギー等
- ⑧中央集権型から分散型ネットワークへ→地方創生の千載一遇のチャンス?

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2021 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

10  JSRI

新型コロナウイルス感染拡大に関する三つのシナリオ

シナリオ別に見た日本の実質GDP見通し



	ワクチン普及シナリオ	メインシナリオ	リスクシナリオ
2020年		▲5.3%	
2021年	+2.7%	+2.0%	▲0.8%
2022年(暫定)	+4.6%	+2.5%	-
想定	21年後半にワクチンが普及	一定の感染症対策が継続	21年に二度目米欧で感染爆発

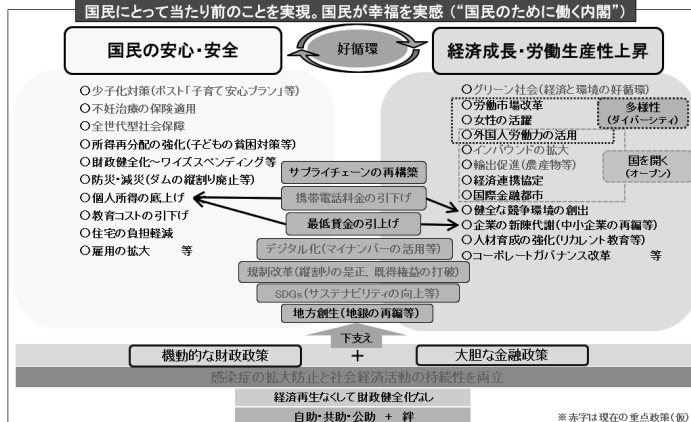
(注) リスクシナリオでは2021年3月と9月に日米欧で感染爆発が生じ、緊急事態宣言の発出やロックダウンが1か月間実施されると仮定。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2021 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

11 JSRI

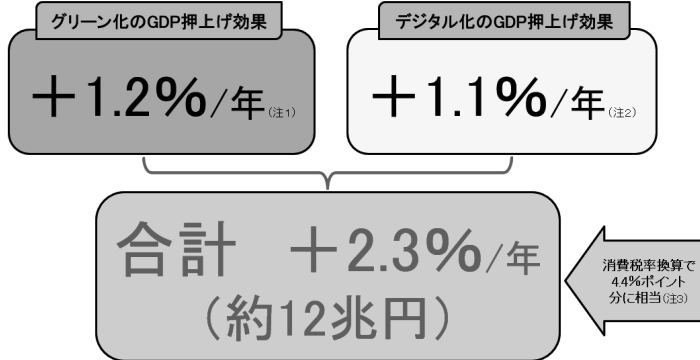
菅政権の経済政策の全体像



Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2021 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

12 JSRI

グリーン化、デジタル化のGDP押し上げ効果(暫定試算)



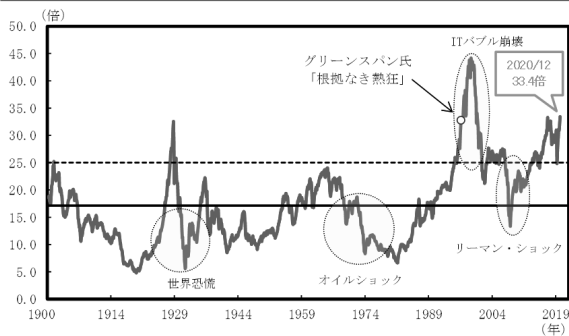
(注1) IEAの「持続可能な開発シナリオ」実現のために必要なエネルギー投資を2040年にかけて実施した場合の推計。2020～2040年の平均。
(注2) 世界銀行「Doing Business 2020」における日本のデジタル化関連スコアが世界トップレベルまで改善する場合の推計。一人当たり実質GDP成長率の押し上げ効果。
(注3) 消費税率1%当たりの税収を2.7兆円として試算。
(出所) 各種資料より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2021 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

13 JSRI

米国株式市場には割高感？

シラーPER(S&P米国総合)の長期推移(1900年以降過去平均)



(注) 黒の実線は1900年以降の過去平均、黒の点線は割高・割安の一つの目安とされる25倍。

(出所) Robert Shiller ウェブサイトより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2021 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

14 JSRI

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。

本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

(株)大和証券の親会社である(株)大和証券ホールディングスと大和証券(株)、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。

内容に関する一切の権利は(株)大和証券にあります。無断での複製・転載等はご遠慮ください。

大和証券㈱のお客様へ

【重要な注意事項】

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗(支店担当者)経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.26500% (但し、最低2,750円)の委託手数料(税込)が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大0.99000%の国内取次手数料(税込)に加え、現地債券等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動(高付け資産の価格や収益力の変動を含みます)による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほか為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売却し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価(購入対価・売却対価)のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引いただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目録見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等 : 大和証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第108号
加入協会 : 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、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

嶋中雄二氏資料

三菱UFJモルガン・スタンレー証券参与
景気循環研究所長

17  JSRI

○米国経済の動向

三菱UFJモルガン・スタンレー証券 参与・景気循環研究所長 嶋中 雄二 2021年1月18日

図1. 米国・中国・ユーロ圏・日本の製造業景況指数の推移

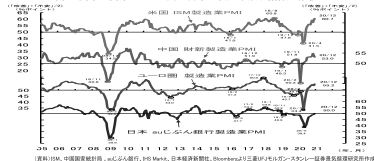


図2. 米S & P500株価指数とISM製造業景況指数の推移

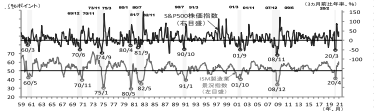
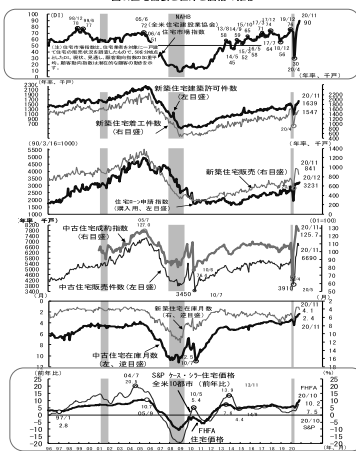


表1. バイデン次期政権下での各種政策の行方

[illegible]

〈出所〉各種報道をもとに、三興証券・モルガン・スタンレー証券作成

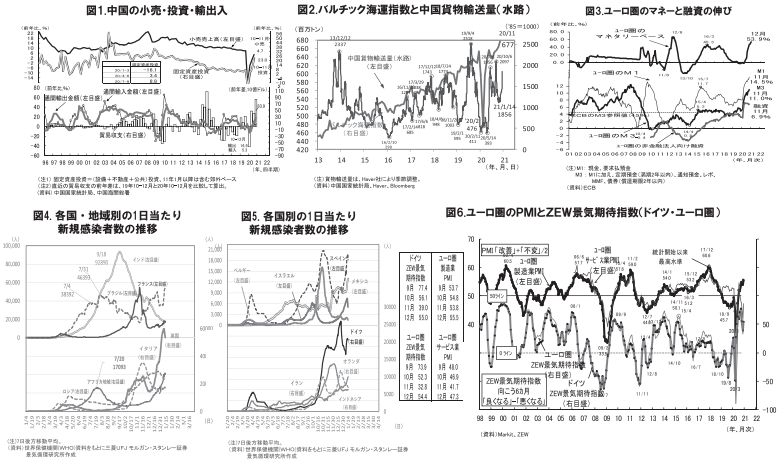
図3.住宅需要と在庫と価格の推移



〔注〕在庫月数＝在庫水準÷月次販売件数。中古在庫月数は貴州建築研究所にて季節調整
後宅間・新築申請件数(購入)の調査は、2005年12月第2期までの平均値。
〔資料〕経済産業省、建設品流通協会(MEA)、全国不動産業協会、FIFA、S&P、全米住宅建設

18  ISRI

○中国经济とユーロ圏経済の動向



○日本経済の動向～緊急事態宣言と東京オリ・パラ中止の場合の影響等～

表1.緊急事態宣言の経済への影響

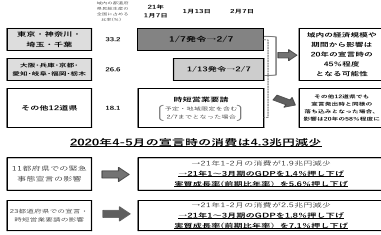


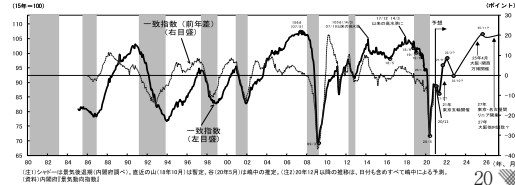
表2.東京オリンピック・パラリンピック中止の影響

東京オリ・パラ開催に伴う投資 ▲1兆円程度	
国民各々10兆円程度の関連投資のうち、9割程度が開催前までに執行されていたとする。2021年に予定していた3兆円程度の投資が執行されない可能性。	
東京オリ・パラ開催に伴う消費 ▲2兆円程度	
居住者の関連消費、訪日観光客増加に伴う国内消費(非居住者家計の国内での直接購入・輸出)の拡大が実現されない可能性。	
大会経費 ▲6000億円程度	
大会経費のうち東京都及び国が執行する恒久施設整備を除いた経費の未執行分は2020年9月末時点で6,000億円弱。	
合計 ▲3.6兆円程度	
⇒波及効果も含め2021年のGDPを0.7%押し下げ	

図1.日本の実効再生産数、陽性率、検査人数ベース(7日平均)の推移



図2.CI・一致指数で見た、今後の日本の景気の予測推移



○日本の株価・為替と生産・企業収益動向

図1. 過去4回の日経平均急落後と今回の比較

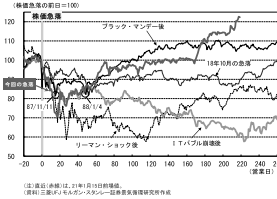


図2. 株価と鉱工業生産の推移

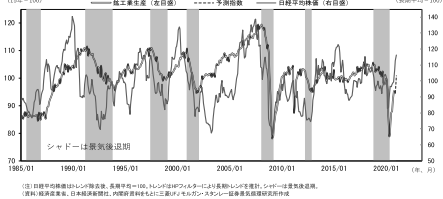


図3. 交易条件と経常利益の推移

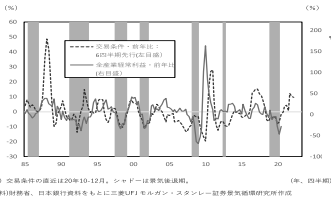
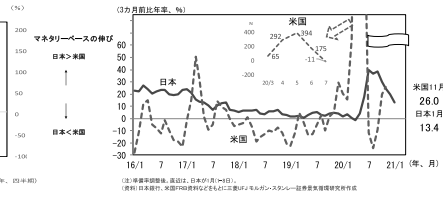


図4. 日米のマネタリーベース



○世界的な株価上昇と世界経済の動向～金融・財政政策、致死率の低下、ワクチン期待等。パブルの可能性も。～

図1. 日本のM2の推移

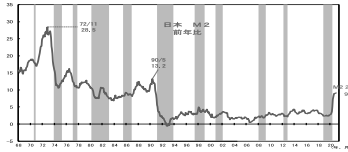


図2. 米国のM2の推移

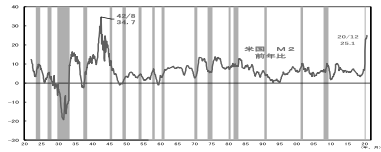


図3. 米国の新型コロナウイルス感染症の致死率、新規感染者数の推移



図4. 日米株の推移 (2019-21年)

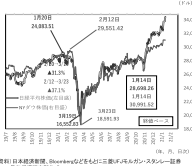


表1. IMFの世界経済見通し

	2018年 (実績)	2019年 (実績)	2020年 (予測)	2021年 (予測)
世界	3.5	2.8	▲3.8	5.4
日本	0.3	0.7	▲5.3	2.3
米国	2.0	2.2	▲3.8	5.1
欧州	1.8	1.3	▲4.3	2.2
中国	6.8	6.1	▲1.8	8.2
アジア	5.3	4.8	▲3.4	6.2

表2. 景気循環研究所の世界経済の見通し (2020年12月時点)

	2018年 (実績)	2019年 (実績)	2020年 (予測)	2021年 (予測)
世界	2.6	2.0	▲3.3	5.0
日本	0.6	0.2	▲5.1	2.3
米国	2.0	2.2	▲3.4	4.7
欧州	1.8	1.3	▲4.3	2.2
中国	6.8	6.1	▲1.8	8.2

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。本資料で直接あるいは間接に採り上げられている有価証券は、価格の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより投資元本を割り込むリスクがあります。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の趣旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する場合があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、ウェブサイト等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

当社および関係会社の役員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があります。今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。

当社の役員(会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう)が、以下の会社の役員を兼任しております。三菱UFJフィナンシャル・グループ、三菱倉庫。

債券取引には別途手数料がかかります。手数料相当額はお客様にご提示申し上げる価格に含まれております。

本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright © Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

〒100-8127 東京都千代田区大手町1-9-2 大手町フィナンシャルシティグランキューブ 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 景気循環研究所

(商号) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2306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 一般社団法人日本投資顧問業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会

本資料は、英国において同国the Prudential Regulation Authorityとthe Financial Conduct Authorityの監督下にあるMUFG Securities EMEA plcが配布致します。また、米国においては、MUFG Securities Americas Inc.が配布致します。

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

2021年のキーワード 5つの論点

1. 経済は回復するが戻りきらず

- ・経済は回復するが、コロナ前水準に戻りきらず
- ・「A Long, Uneven and Uncertain Ascent」(IMF、ゴピナート調査局長)
- ・「コロナ7業種」の苦境が続き回復実感不在に

2. 資産デフレなき初の「危機」

- ・「コロナ7業種」の苦境が政策サポート継続の背景に
- ・世界的金融緩和・財政支援で資産価格底上げ

3. 世界の日本化、日本の見直し

- ・世界の日本化の進展
- ・日本の再評価、日本モデルへの関心

4. 資本主義とデータ主義

- ・世界中で富は資本家とデータに集まる
- ・深刻な資本不足の「コロナ7業種」に向けた「資本の循環」、国内M&Aブーム
- ・格差の時代になるだけに、国民皆株主の時代で株主になることも必要に

5. 丑年

- ・相場格言では蹟く
- ・戦後株式市場は3勝2敗、波乱の年

世界の政局は米中の分断だが、米中の回復が世界経済をけん引

- 夏場以降の世界景気持ち直しの主因は米国の予想以上の回復に
- 中国の回復も世界経済をけん引、なかでも自動車販売台数はコロナ危機前の水準に戻る状況
- 中国は経済回復に軸足を移しており、世界の製造業の下支えに

シティ・サブライズ・インデックス



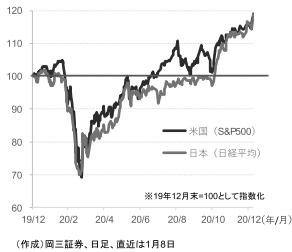
中国の自動車販売台数(前年比)



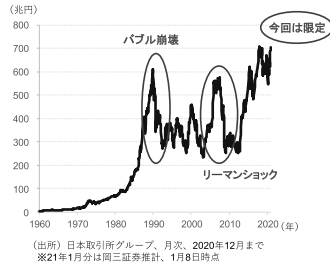
資産価格上昇の初の「危機」

- コロナショックはバブル崩壊やリーマンショックに並ぶ「危機」
- 過去の「危機」は資産価格下落だが、今回は資産価格上昇の「危機」
- 過去の「危機」は資本消失を招いたが、今回は国内に資本が温存された状況

2020年以降の日米の株式市場



日本の株式時価総額

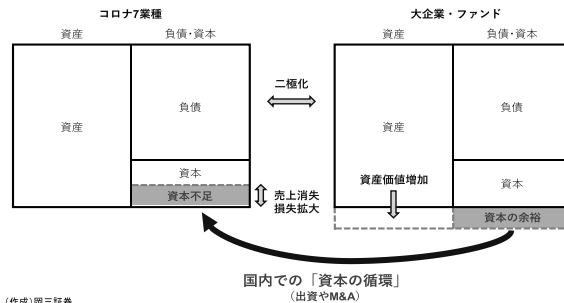


27 JSRI

資本の好循環、国内M&Aの時代に

- 「コロナ7業種」の深刻な資本不足 VS 大企業・ファンドの資本余剰
- 「資本の仲介」、「資本の好循環」が2020年代の資本市場の潮流に
- 過去の危機は海外が資本供給者だったが、今回は国内での供給も可能
- 「資本の好循環」実現にも、一定の資産価格上昇(バブル)は許容されやすい

コロナショックの二極化構造概念図



28 JSRI

「金利水没」、世界中の投資家は「運用難民に」

- 2020年に米国のゼロ金利になり、世界中の投資家が金利水没下、運用難民で彷徨う状況
- 金利水没では金融機関収支の源である長短金利差を確保できず

世界の金利水没マップ

	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
フィンランド	-0.75	-0.67	-0.71	-0.49	-0.60	-0.66	-0.69	-0.63	-0.46	-0.38	-0.35	-0.32	-0.28	-0.26	-0.23	-0.16	-0.01	
オランダ	-0.72	-0.69	-0.73	-0.73	-0.70	-0.67	-0.63	-0.59	-0.54	-0.47	-0.46	-0.45	-0.43	-0.42	-0.40	-0.23	-0.16	
スイス	-0.75	-0.74	-0.78	-0.72	-0.70	-0.65	-0.64	-0.58	-0.53	-0.47	-0.44	-0.41	-0.37	-0.34	-0.31	-0.30	-0.30	
ドイツ	-0.64	-0.70	-0.75	-0.75	-0.73	-0.71	-0.67	-0.63	-0.58	-0.52	-0.48	-0.45	-0.42	-0.39	-0.36	-0.33	-0.13	
アメリカ	-0.62	-0.60	-0.60	-0.61	-0.59	-0.56	-0.54	-0.51	-0.47	-0.44	-0.40	-0.38	-0.32	-0.28	-0.24	-0.20		
オーストラリア	-0.61	-0.67	-0.67	-0.66	-0.66	-0.62	-0.61	-0.55	-0.49	-0.41	-0.38	-0.31	-0.26	-0.21	-0.16	-0.02	-0.15	-0.18
アイルランド	-0.59	-0.67	-0.65	-0.62	-0.60	-0.54	-0.51	-0.45	-0.37	-0.28	-0.24	-0.20	-0.15	-0.11	-0.06	0.00	0.31	
フランス	-0.57	-0.70	-0.71	-0.67	-0.63	-0.58	-0.55	-0.46	-0.38	-0.31	-0.28	-0.25	-0.22	-0.19	-0.16	-0.11	-0.37	
ポルトガル	-0.54	-0.70	-0.68	-0.52	-0.44	-0.37	-0.27	-0.21	-0.14	-0.02	0.03	0.12	0.19	0.26	0.33	0.38	0.68	
スペイン	-0.51	-0.57	-0.53	-0.40	-0.46	-0.39	-0.35	-0.19	-0.10	0.08	0.11	0.17	0.23	0.29	0.35	0.41	0.66	
スウェーデン	-0.24	-0.34	-0.29	-0.23	-0.18	-0.14	-0.09	-0.04	0.02	0.07	0.10	0.13	0.16	0.19	0.22	0.37		
日本	-0.12	-0.12	-0.12	-0.10	-0.09	-0.07	-0.04	0.00	0.04	0.08	0.12	0.17	0.21	0.26	0.42	0.65	0.69	
英国	-0.07	-0.09	-0.09	-0.08	-0.04	0.00	0.03	0.14	0.24	0.29	0.34	0.39	0.43	0.47	0.51	0.81	0.87	0.78
イタリア	-0.47	-0.45	-0.40	-0.24	-0.11	0.02	0.03	0.23	0.26	0.50	0.56	0.63	0.70	0.76	0.83	1.02	1.39	
カナダ	0.15	0.25	0.25	0.34	0.45	0.46	0.47	0.58	0.70	0.82	0.85	0.88	0.91	0.94	0.97	1.00	1.43	
豪州	0.05	0.08	0.12	0.22	0.39	0.53	0.69	0.83	0.97	1.10	1.10	1.22	1.31	1.40	1.49	1.80	2.18	
米国	0.10	0.14	0.22	0.35	0.48	0.64	0.80	0.90	1.01	1.11	1.16	1.22	1.27	1.33	1.38	1.66	1.86	
ニュージー	0.18	0.26	0.35	0.48	0.57	0.68	0.74	0.82	0.91	0.99								
中国	2.50	2.64	2.77	2.85	2.92	3.04	3.14	3.18	3.18	3.20	3.23	3.28	3.28	3.31	3.34	3.48	3.75	
インド	3.67	3.90	4.39	5.01	5.11	5.53	5.71	5.97	5.95	5.89	6.11	6.25	6.25	6.24	6.27	6.35	6.52	6.50

	0%未満
	0%以上0.5%未満
	0.5%以上1.0%未満
	1.0%超

※Refinitivデータより国三証券作成
 ※2021年1月8日時点(休場等で同日の値がない国は直近営業日時点)
 ※一部データは国三証券推計値

平時の「LED戦略」、有事の緊急避難的「CDB戦略」、「修正LED戦略」も

- 平時には金利水没下の利回り確保で「LED戦略」
- 有事(ステイホーム)には、緊急避難的に「CDB戦略」で守りの対応も選択派に
- マイナス金利でリスクフリー商品が欠如のなか、平時に戻れば再びLED戦略に回帰
- コロナ後の新常态では期待収益率が低下し、「修正LED戦略」で模索に

LED戦略とCDB戦略と修正LED戦略

	LED戦略 平時の対応、 攻めの対応	CDB戦略 有事対応(ステイホーム)、 守りの対応	修正LED戦略 「Withコロナ」での 運用戦略
Long - Cash	長期 Long	キャッシュ Cash	長期化へ回帰するも、 一定のCash水準を維持
External - Domestic	海外 External、 グローバル化	自国回帰 Domestic、 ドメスティック回帰	海外に戻るも、 一定の国内比率維持
Diversified - Basic	多様化 Diversified、 株・不動産	基本 Basic、 債券(おコメ) 回帰	期待水準の引き下げ、 リスク抑制的な多様化戦略

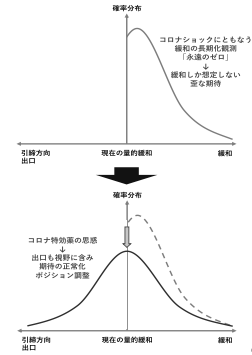
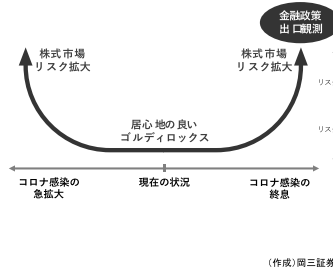
(作成)国三証券

今後の株式市場のリスクはコロナショックの両極端に

- 株式市場のリスクはコロナ感染の急拡大・終息のパーペル状況。現在は真ん中で居心地よいゴルディロックス
- 両極端の備えは困難、修正LED戦略で目標水準引き下げ、キャッシュ保有等でリスク抑制に

金融政策の思惑転換とポジション調整の概念図

今後のリスクは悪化・終息のパーペル状況



31 JSRI

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供の目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、第三者が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、同証券及びその関係会社、役員等が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買を行う場合があります。同証券の大量保有報告書の提出状況については、同証券のホームページ<https://www.okasan.co.jp/>をご参照ください。

地域別の開示事項

品名

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引の契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補充書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭の予約について>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭の予約については料金をいただきます。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,000円(税込み)を上乗せして口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、配帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み)の)の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、前述の手数料および建替費用はかかりません。

※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地債券等に依り決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じることがあります。

・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

・債券を募集・売出し等により、または当社と他の相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。

・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあります。

・また、元本や利子の支払いの滞りまたは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。

32 JSRI

・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地の破産処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発体の本拠所在地により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます（直前2回分の各利子（税引前）相当額×0.79685）。

・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債（転換社債）>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%（税込み）（手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円（税込み））の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外資建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。

○申込時に直接ご負担いただく費用：お申込手数料（お申込金額に対して最大3.85%（税込み））

○保有期間中に間接的にご負担いただく費用：信託報酬（信託財産の純資産総額に対して最大定率2.254%（税込み））

○換金時に直接ご負担いただく費用：信託財産管理費（換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%）

○その他の費用：監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません（外国投資信託の場合も同様です）。

・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。

・投資信託は、組入れた有価証券の発行者（または、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社の）経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。

・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%（税込み）（手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円（税込み））の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付け代金に対する金利を、売付けの場合、売付け株券等に対する貸付料および品質料をいただきます。委託証券金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証券金の約3.3倍までのお取引を行うことができます。株価の変動により委託証券金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

○自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。

○2017年12月までの間、復興特別所得税と、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第53号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(香港)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(香港)有限公司にお願いします。

米国における本レポートの配信:

本レポートは、岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引法に基づく規則15c-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国籍者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通じて執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格もありません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の第三者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配信:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規制及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意を必要とします。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的のみにて問わず無断で本レポートを複製、複製、配布することを禁じます。

(2020年11月改訂)