

PASSION
FOR THE
BEST

日本株見通しと投資戦略

～政府・日銀・企業の力が試される時～

2016年8月17日

投資戦略部 シニアストラテジスト

石黒 英之

大和証券

Daiwa Securities

今後のポイント

- ◆欧州不安残るものの米景気回復期待 & 世界的な低金利・カネ余りが相場の支えに
- ◆日銀の大規模ETF買いで日本株の下値リスク後退。9月の決定会合の内容が焦点に
- ◆4～6月期決算内容は想定ほど悪くない。想定為替レートの見直しも進み業績懸念は後退へ
- ◆グロース株からバリュー株に物色シフト。9月に向けてメガバンクや景気敏感株に資金が向かう公算

今後の政府・日銀の政策次第では株価上振れの可能性も

為替シナリオ別の日経平均想定

	日経平均想定 [円]			
	2016年12月末			
	PER 12倍	PER 13倍	PER 14倍	PER 15倍
<u>さらなる円高</u> 95円/ドル、 110円/ユーロ	13,700	14,900	16,000	17,200
<u>円高</u> 100円/ドル、 115円/ユーロ	14,200	15,400	16,500	17,700
<u>やや円高</u> 105円/ドル、 120円/ユーロ	14,600	15,800	17,000	18,200
<u>標準シナリオ</u> 110円/ドル、 125円/ユーロ	15,000	16,300	17,500	18,800
<u>やや円安</u> 115円/ドル、 130円/ユーロ	15,400	16,700	18,000	19,300

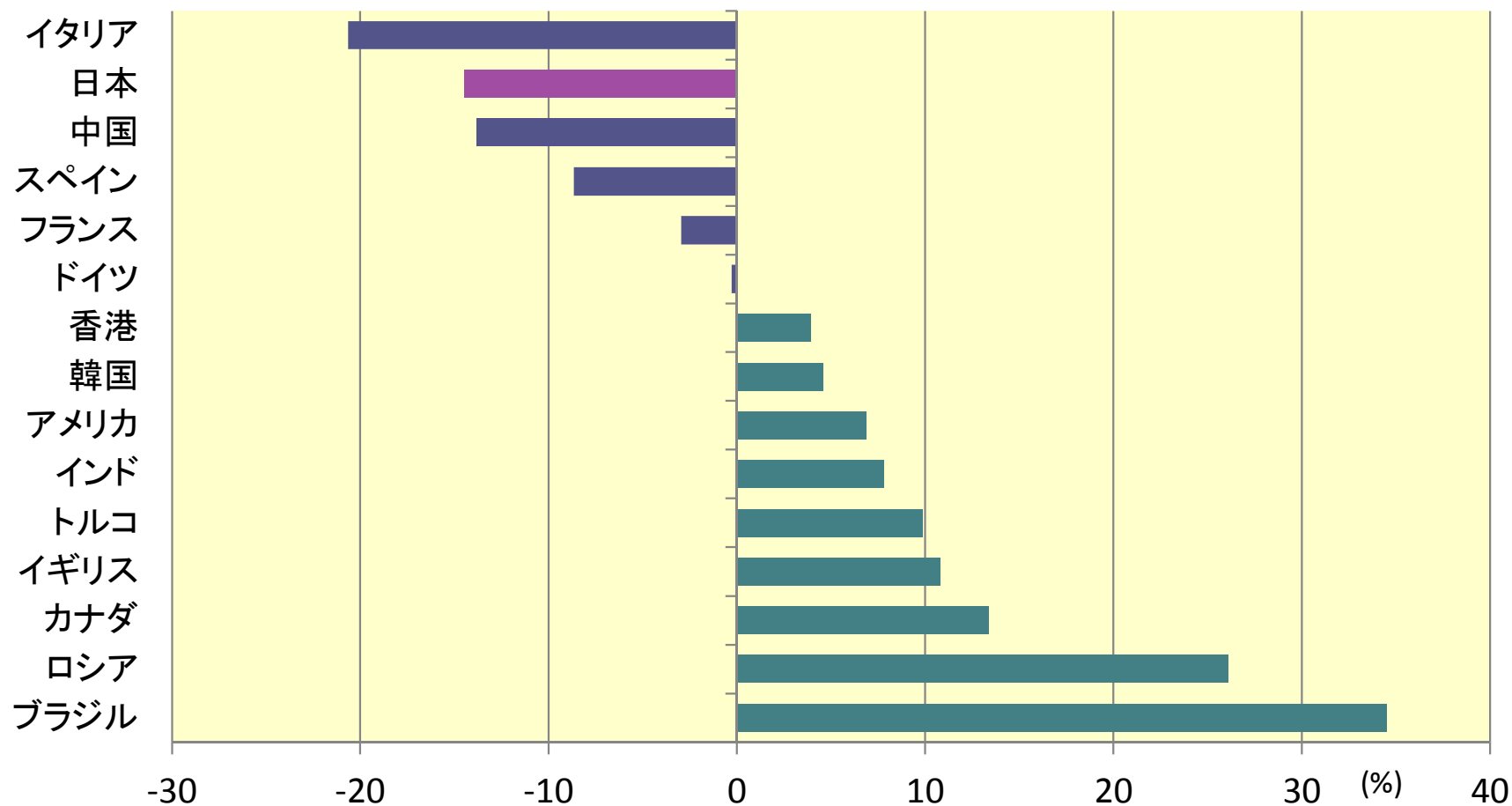
(注1) 利益予想は大和予想(大和210ベース)、PERは12ヵ月先予想利益ベース、為替前提は12ヵ月先までの平均レート

(注2) 業績予想は5/31時点 (注3) 為替前提は2016年4月以降の前提。

(出所) 大和証券作成

出遅れ修正余地が大きい日本株

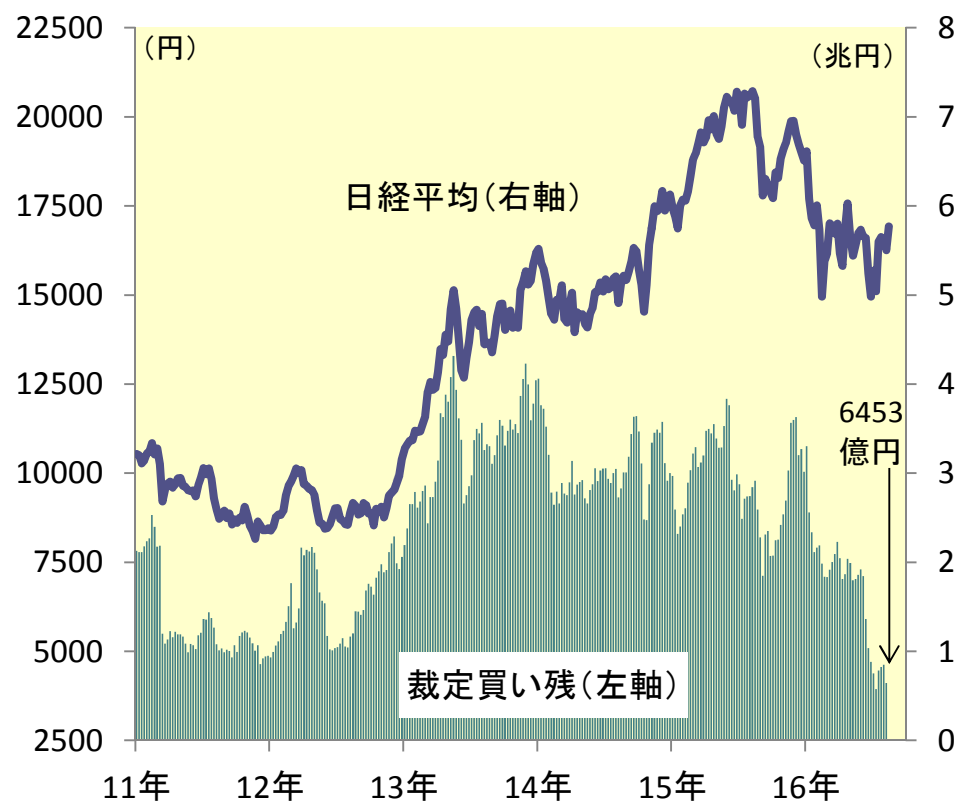
世界各国の主要株価指数騰落率(年初来)



(出所)各種資料より大和証券作成、8月12日現在

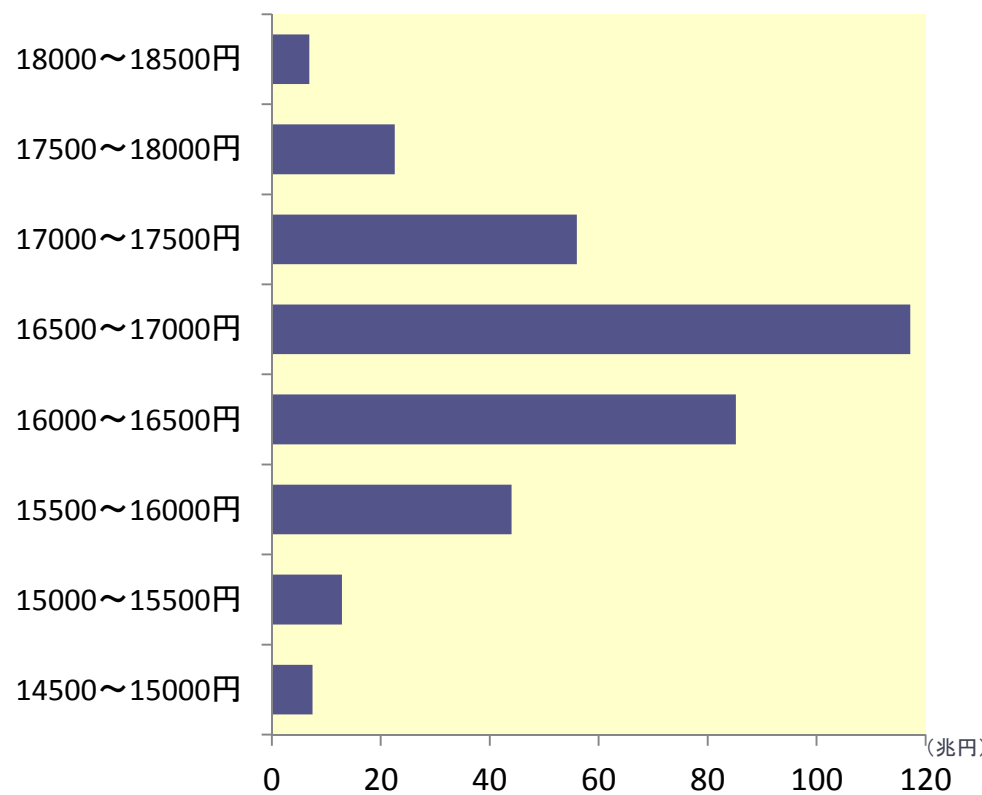
キッカケ次第で日本株は上昇しやすい需給環境にある

裁定買い残と日経平均



(出所)ブルームバーグより大和証券作成
日経平均は8月12日現在、裁定買い残は8月5日現在

日経平均の価格帯別売買代金



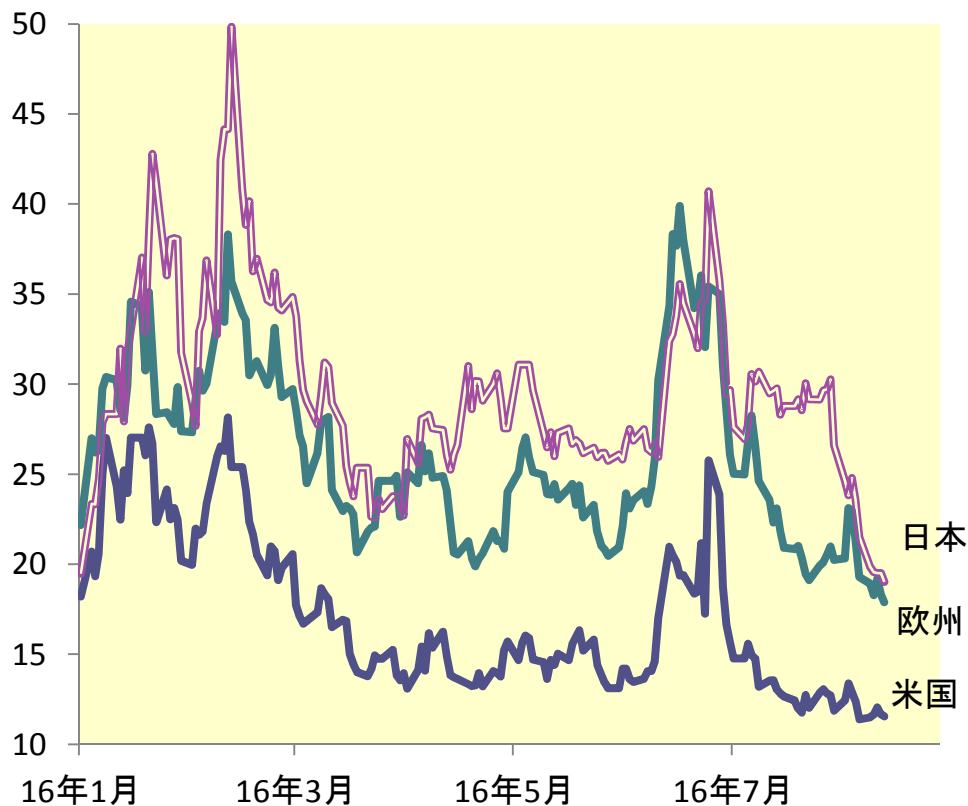
(出所)ブルームバーグより大和証券作成、8月12日までの累計

☆ 海外投資環境

～低金利と世界的な金余りが
市場心理をサポート～

海外投資環境①～落ち着きをみせる投資家心理～

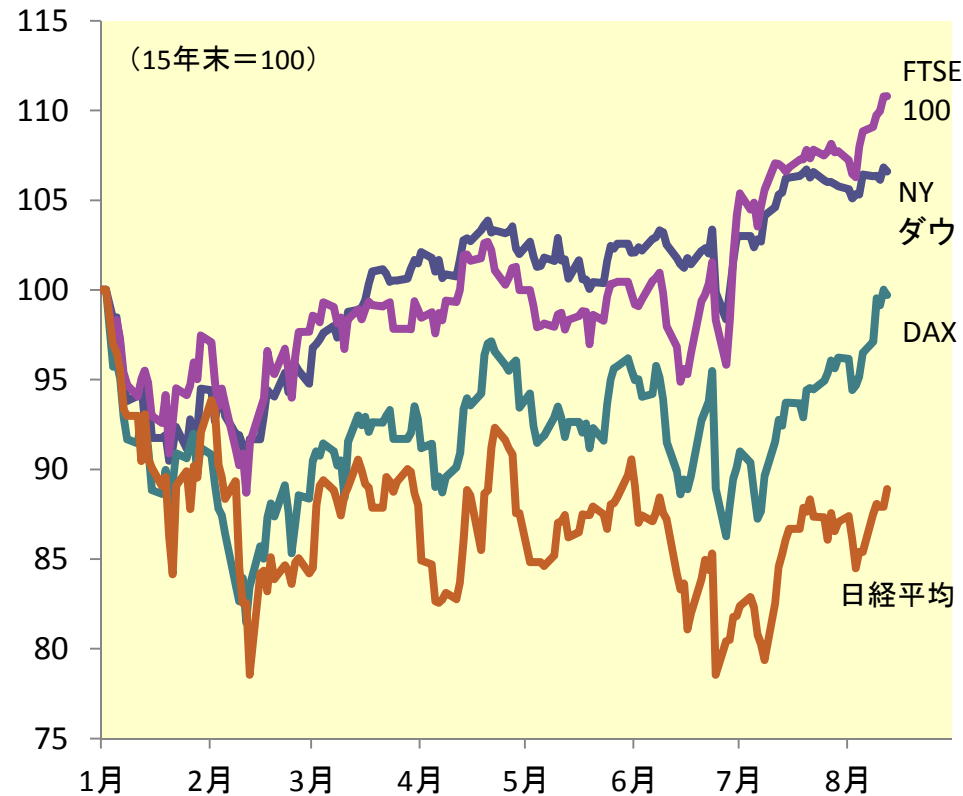
日米欧のボラティリティインデックス



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、8月12日現在

※日本: 日経VI、欧州: VSTOXX、米国: VIX

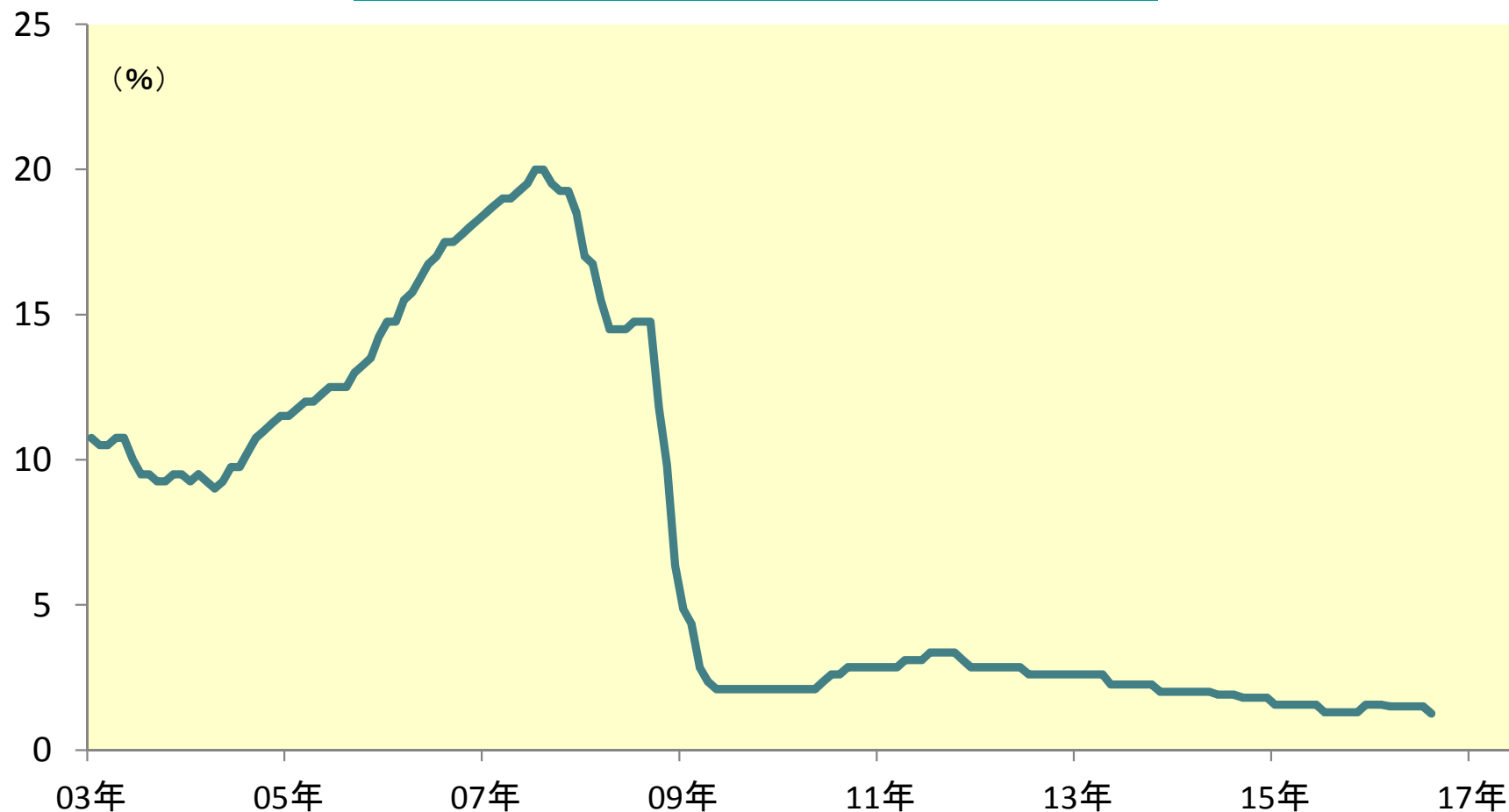
世界各国の主要株価推移



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、8月12日現在

海外投資環境②～英中銀の利下げで一段と低金利化が進む～

G7各国の政策金利合計



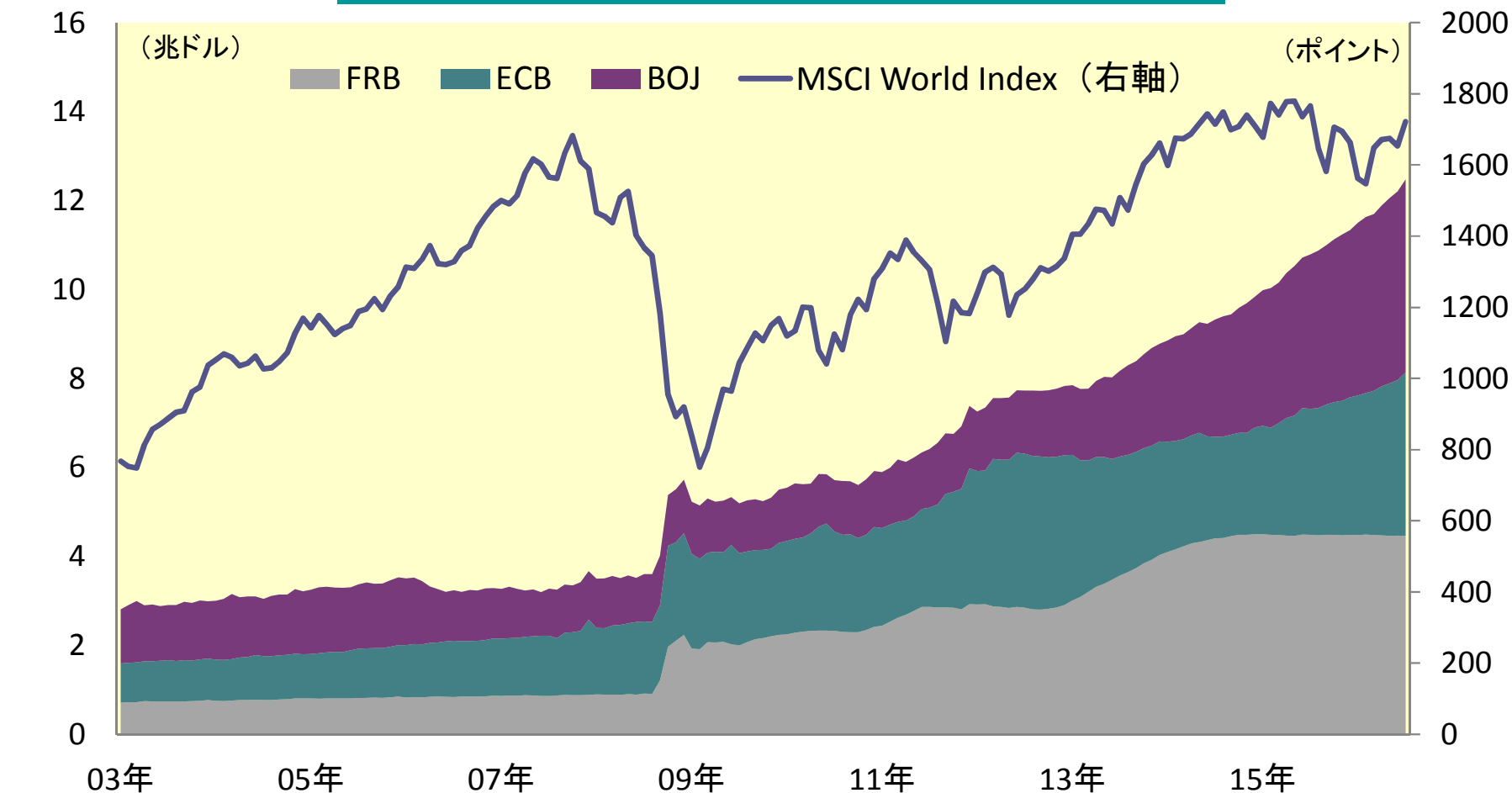
(出所)各種資料より大和証券作成、8月12日現在

※G7各国の政策金利合計＝米国、ユーロ圏、英国、カナダ、日本

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社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ていますが、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。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

海外投資環境③～英中銀量的緩和再開で世界的な金余りが意識～

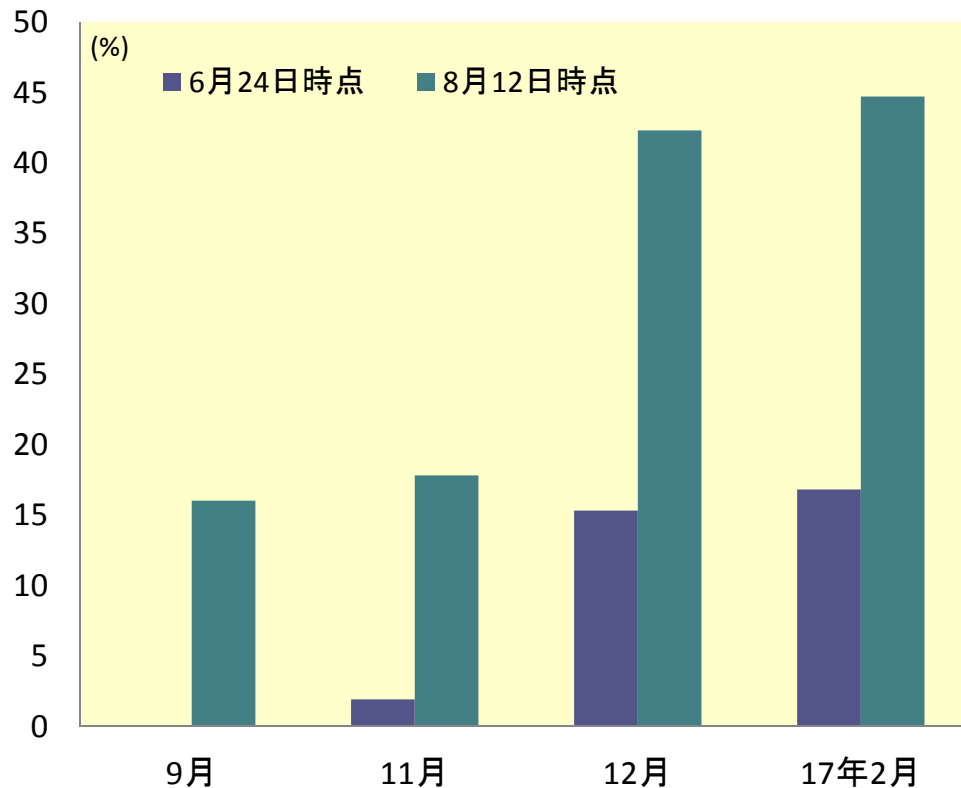
日米欧中銀の総資産とMSCI World Index(月次)



(出所)各種資料より大和証券作成、7月末現在

海外投資環境④～米景気回復&低金利継続の適温相場継続へ～

米国の利上げ確率



(出所)ブルームバーグより大和証券作成

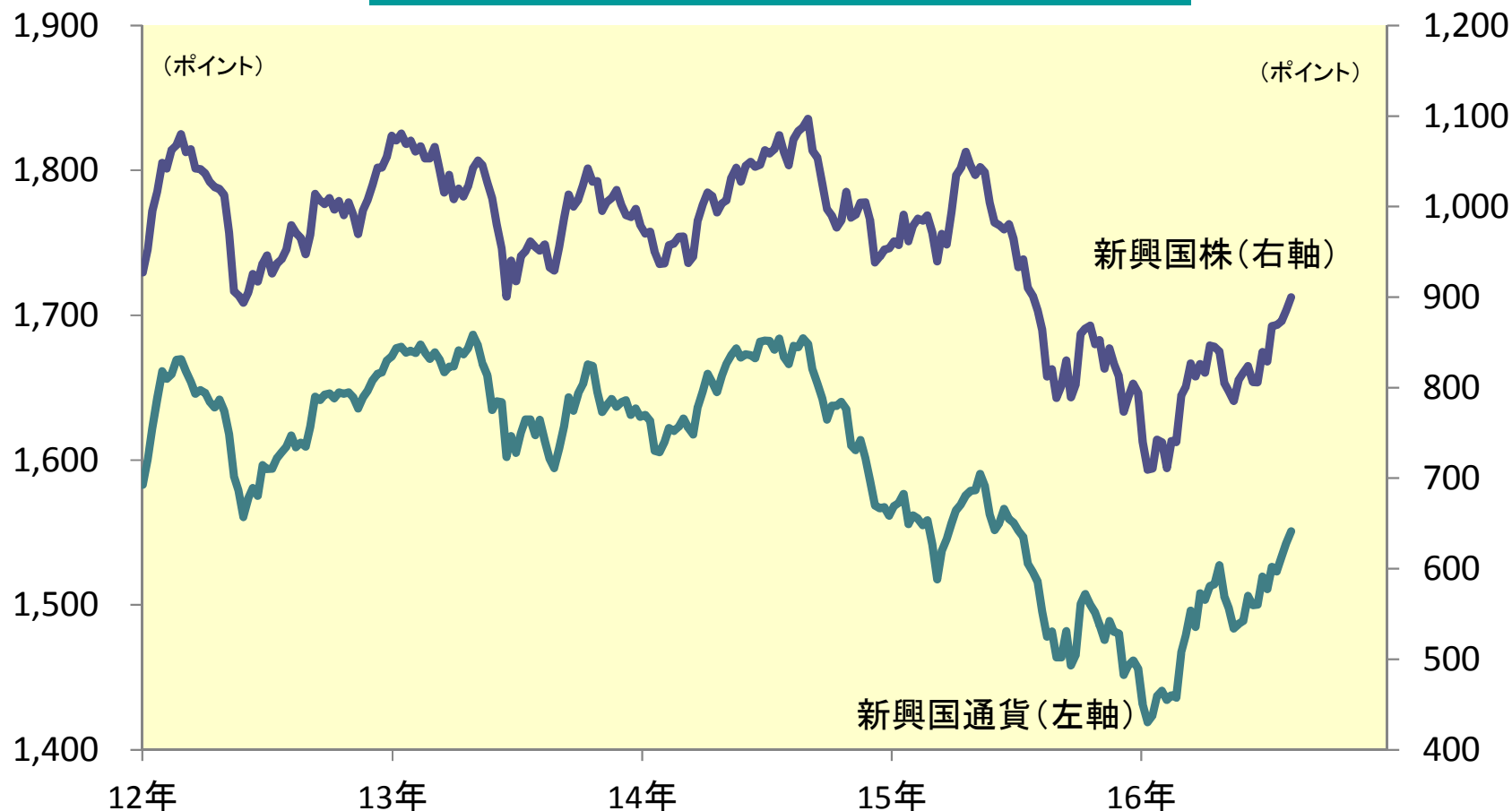
米失業率と平均時給(前年比)



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、7月分まで

海外投資環境⑤～米低金利継続で政策余地が浮上する新興国～

MSCI新興国株指数と新興国通貨指数



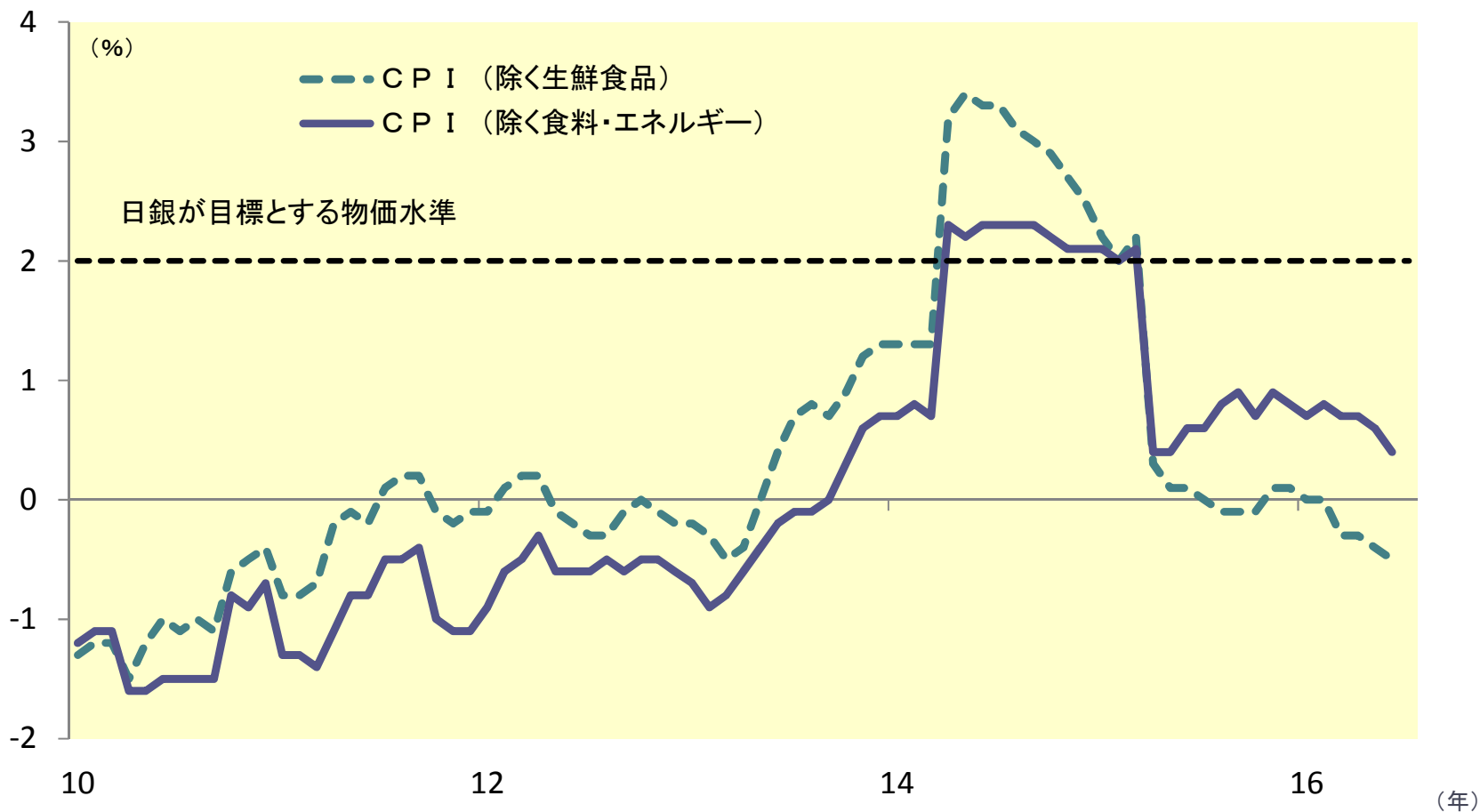
(出所)ブルームバーグより大和証券作成、8月12日現在

☆国内投資環境

～強まる政府・日銀の協調姿勢～

国内投資環境①～デフレ懸念再燃で政策期待高まる～

消費者物価指数(CPI)の推移



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、16年6月分まで

国内投資環境②～デフレ懸念再燃で政府・日銀は協調姿勢示す～

日銀7月会合の政策内容に対する評価

内容	評価
量的緩和（見送り）	×
質的緩和（ETF増額）	○
マイナス金利深堀り（見送り）	○
政府との協調姿勢	○
政策効果の総括的な検証	○

（出所）日銀資料より大和証券作成

政府が検討する大型経済対策の概要

可処分所得の増加で消費喚起

低所得者に1万5千円の現金給付

最低賃金を過去最大の24円引き上げ

雇用保険料率を0.2ポイント引き下げ

年金の需給資格期間を25年から10年に短縮

保育士や介護士の処遇改善

インフラ整備

大型クルーズ船受け入れのための港湾整備

容積率緩和による旅館やホテルの建設促進

リニア中央新幹線の全線開業を最大8年前倒し

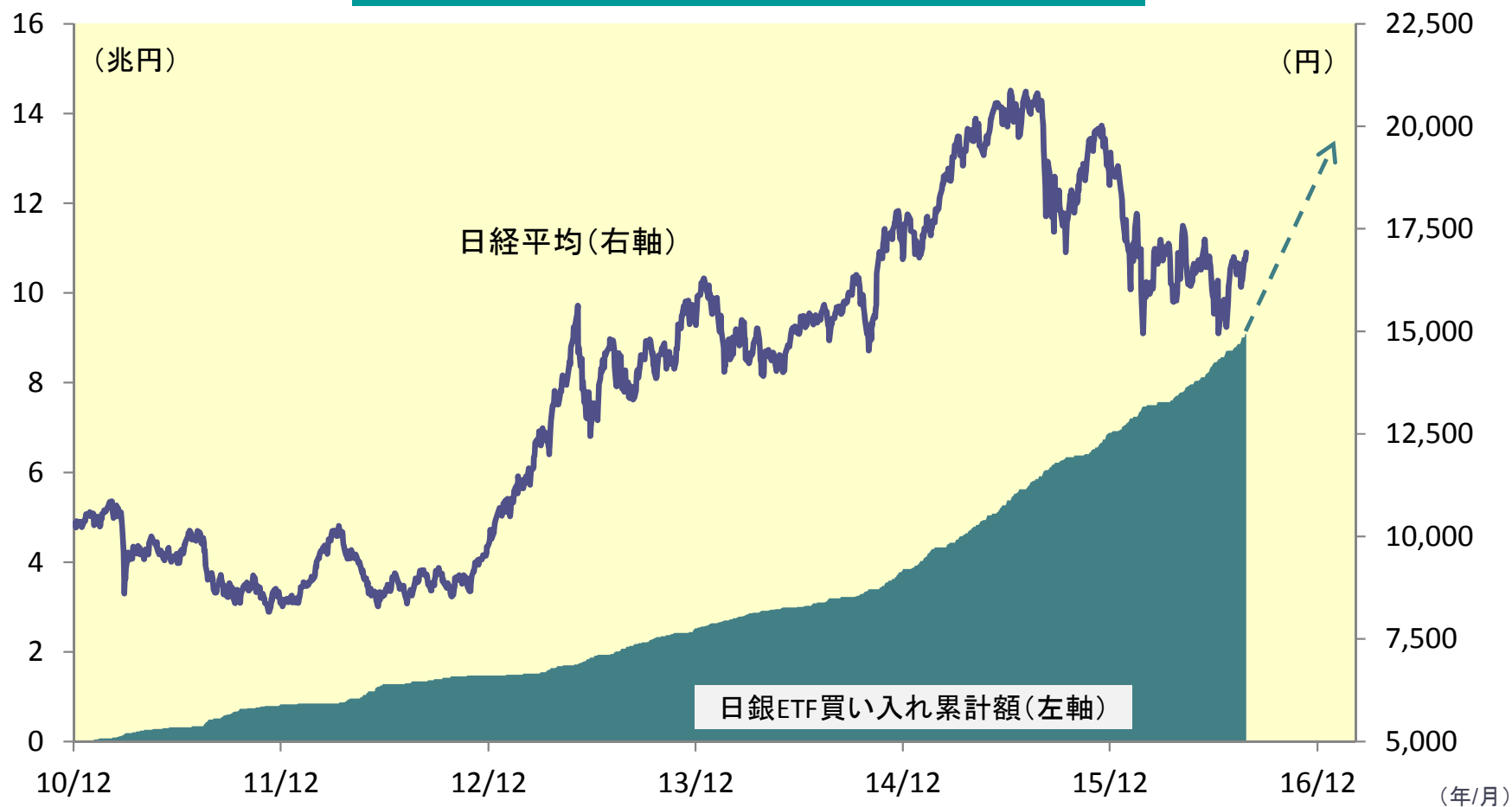
英国の欧州連合（EU）離脱に伴う対策

中小企業の資金繰り支援

（出所）各種媒体より大和証券作成

国内投資環境③～ETF買い入れ枠拡大が下値をサポートする構図に～

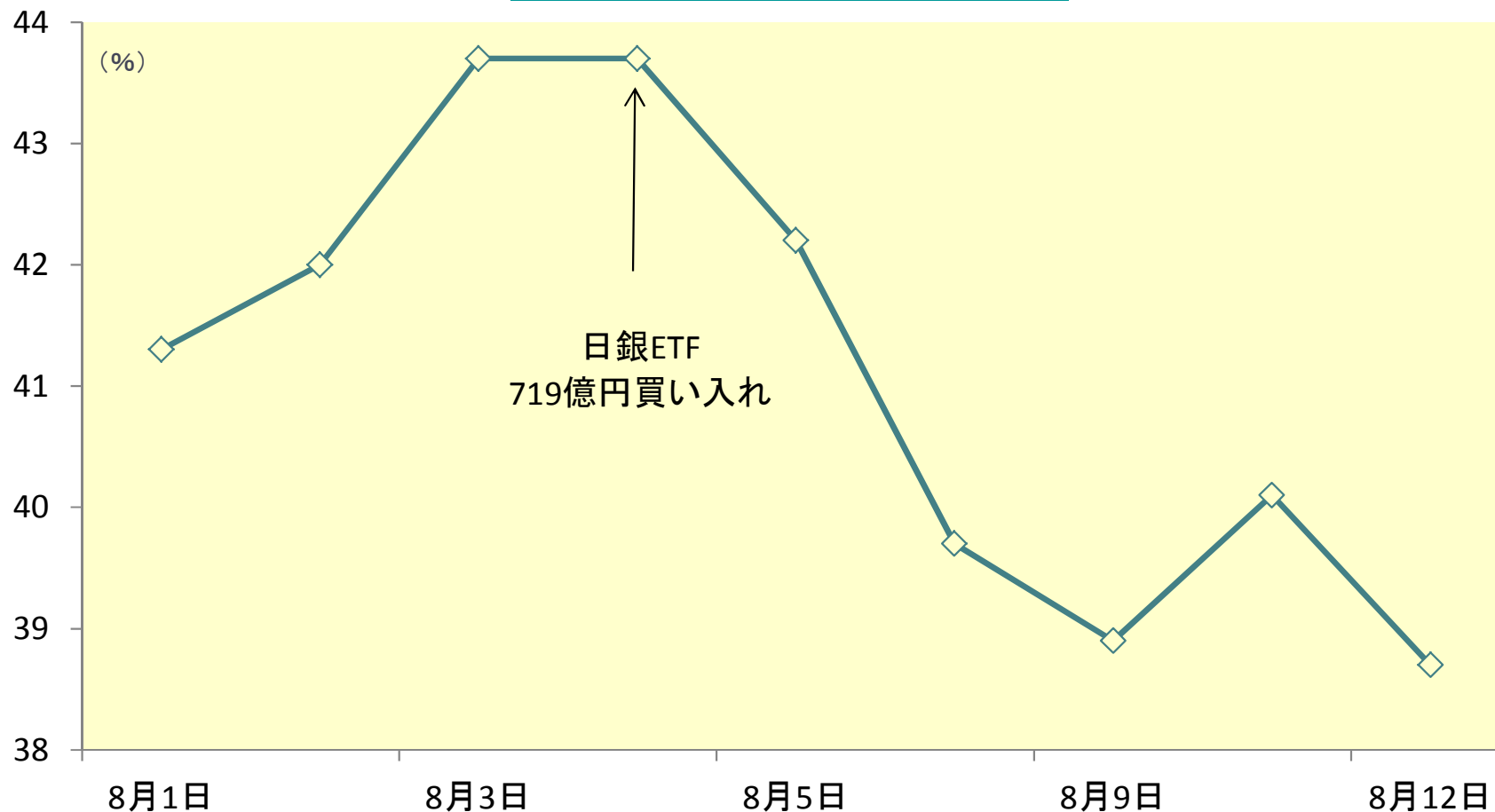
日銀によるETF買い入れ累計額と日経平均



(出所) 日本銀行資料、ブルームバーグより大和証券作成、8月12日

国内投資環境④～ETF買い入れ枠拡大で空売り比率は低下基調に～

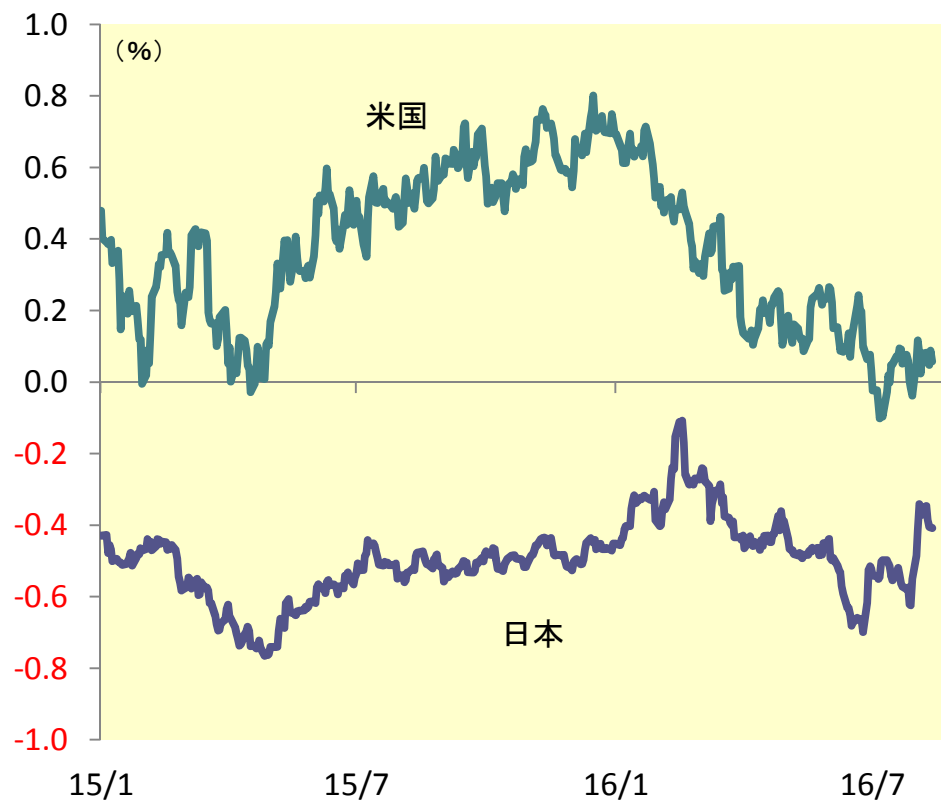
東証空売り比率



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、8月12日現在

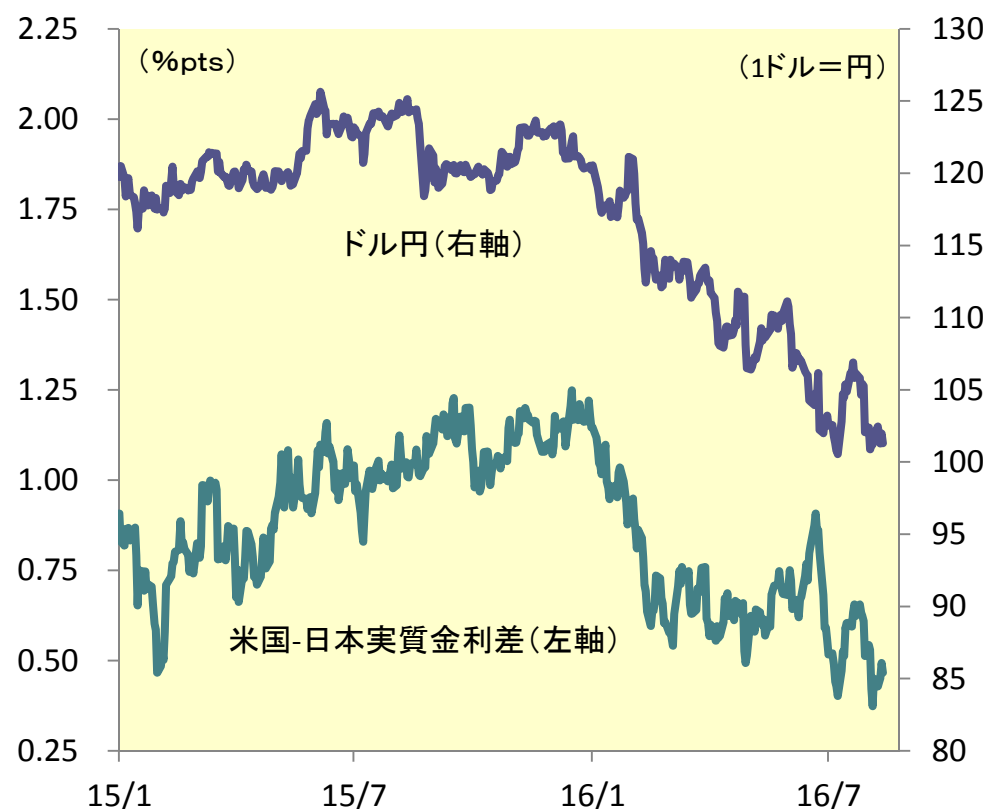
国内投資環境⑤～9月日銀会合における日銀の次の一手が焦点に～

日米の実質金利



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、8月12日現在
※実質金利＝10年国債利回り－期待インフレ率

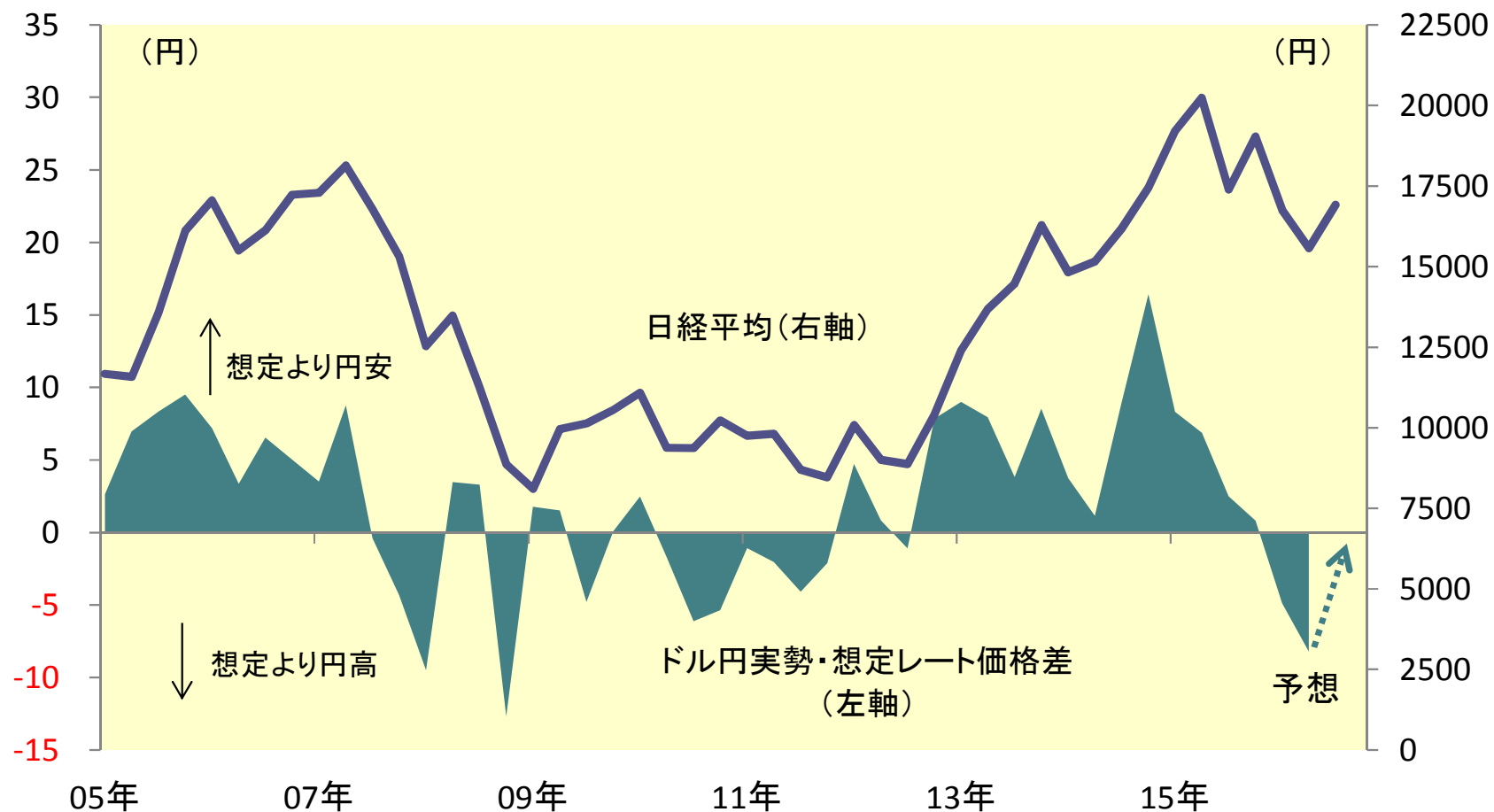
実質金利差(米国－日本)とドル円



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、8月12日現在
※実質金利＝10年国債利回り－期待インフレ率

国内投資環境⑥～想定レート見直しで業績下振れ懸念後退へ～

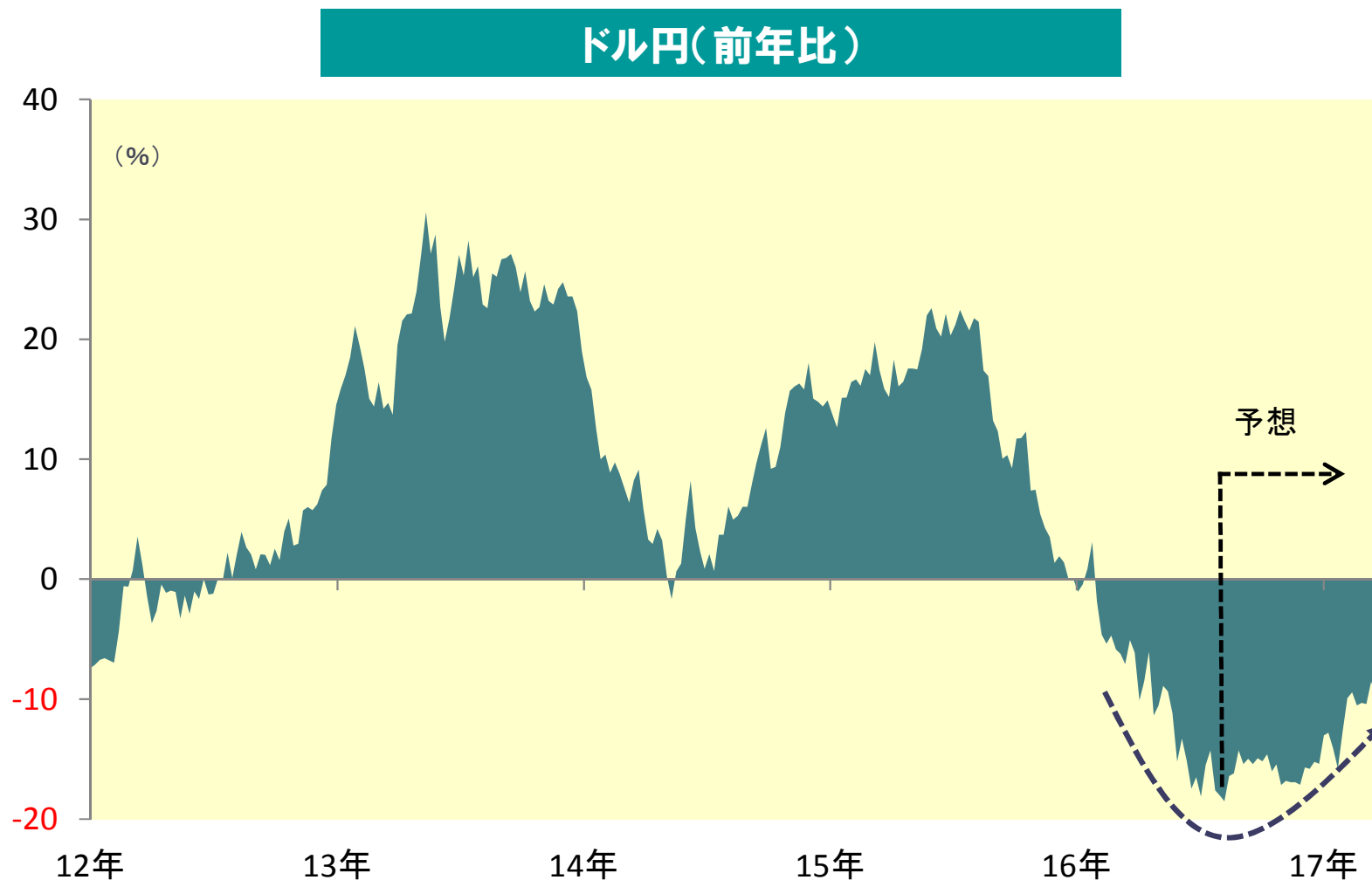
ドル円実勢・想定レート価格差と日経平均



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、直近の想定レートは日銀短観6月調査、実勢レートは6月末現在、日経平均は8月12日現在

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社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ていますが、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。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

国内投資環境⑦～対前年比でみた円高の影響が徐々に薄らぐ公算～

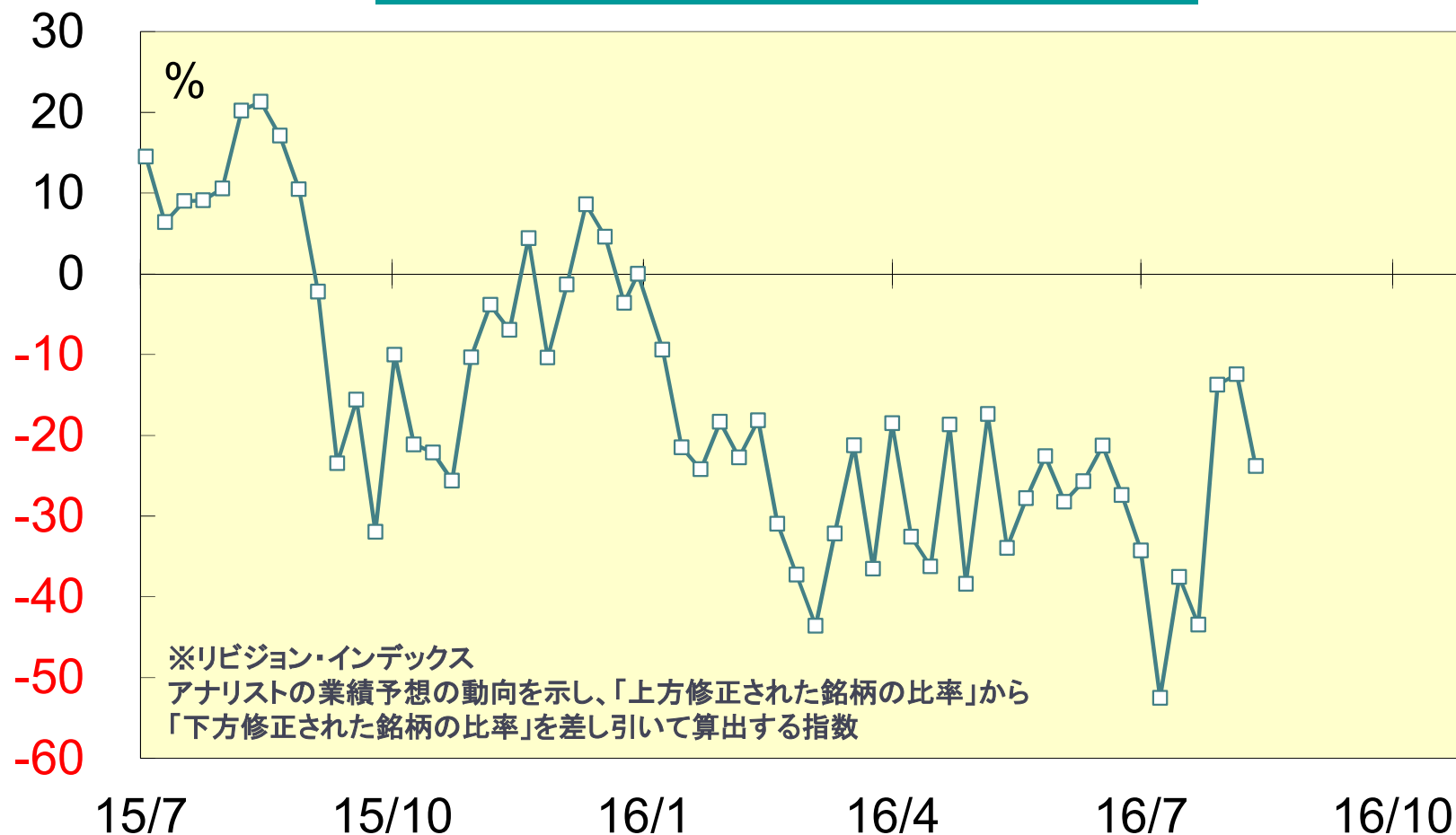


(出所)ブルームバーグより大和証券作成、8/12現在、予想は1ドル＝102円で推移すると仮定

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社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ていますが、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。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

国内投資環境⑧～リビジョン・インデックスは業績底入れを示唆～

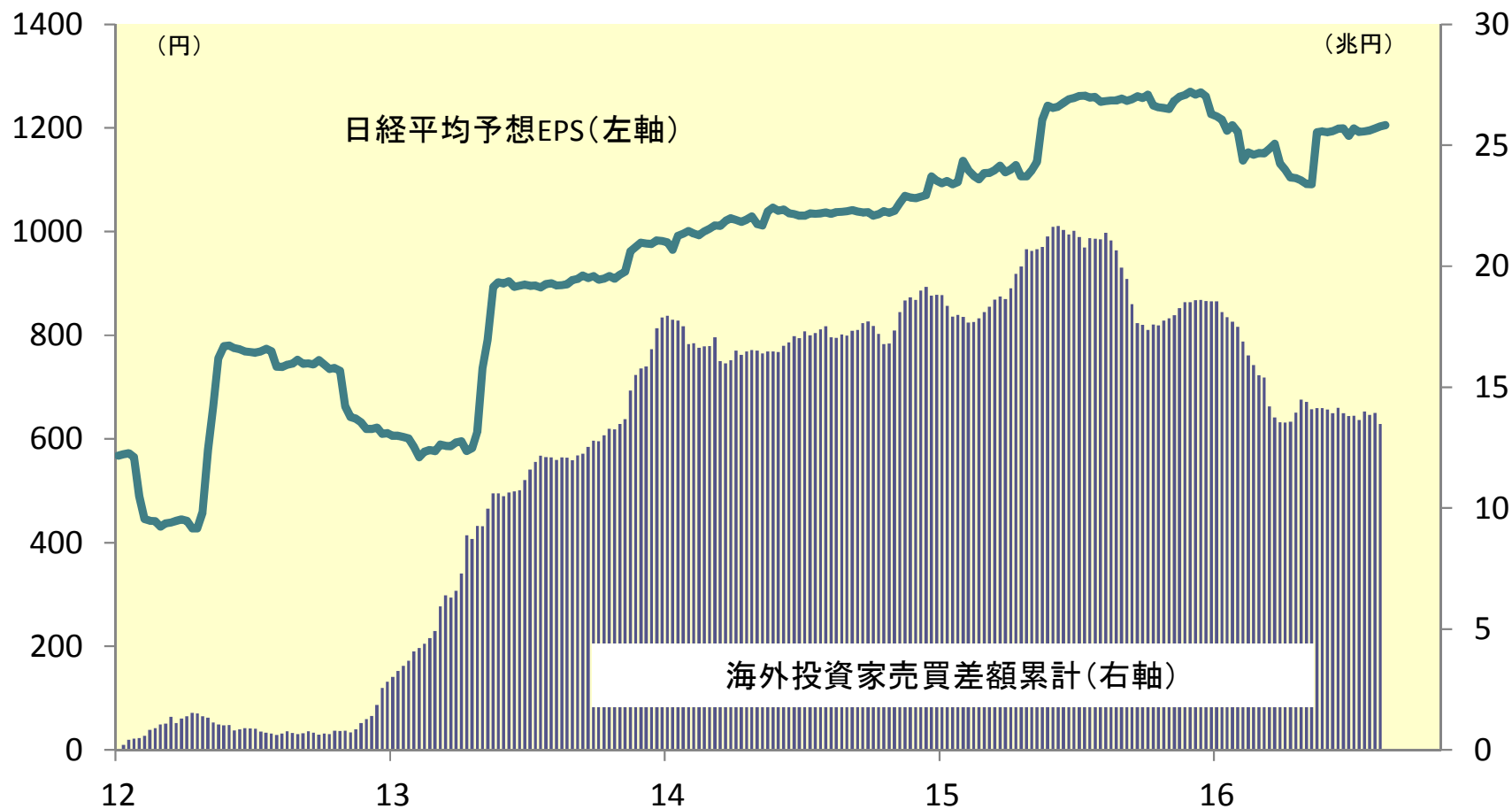
リビジョン・インデックス(経常利益)



(出所)QUICKより大和証券作成、東証1部上場銘柄のうち、QUICKコンセンサス予想が取得できる銘柄が対象、8/12時点

国内投資環境⑨～海外勢の買い再開には業績拡大が不可欠～

外国人買い(現物)と日経平均予想EPS



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、日経平均予想EPSは8月12日現在、海外投資家売買差額累計は8月第1週分まで

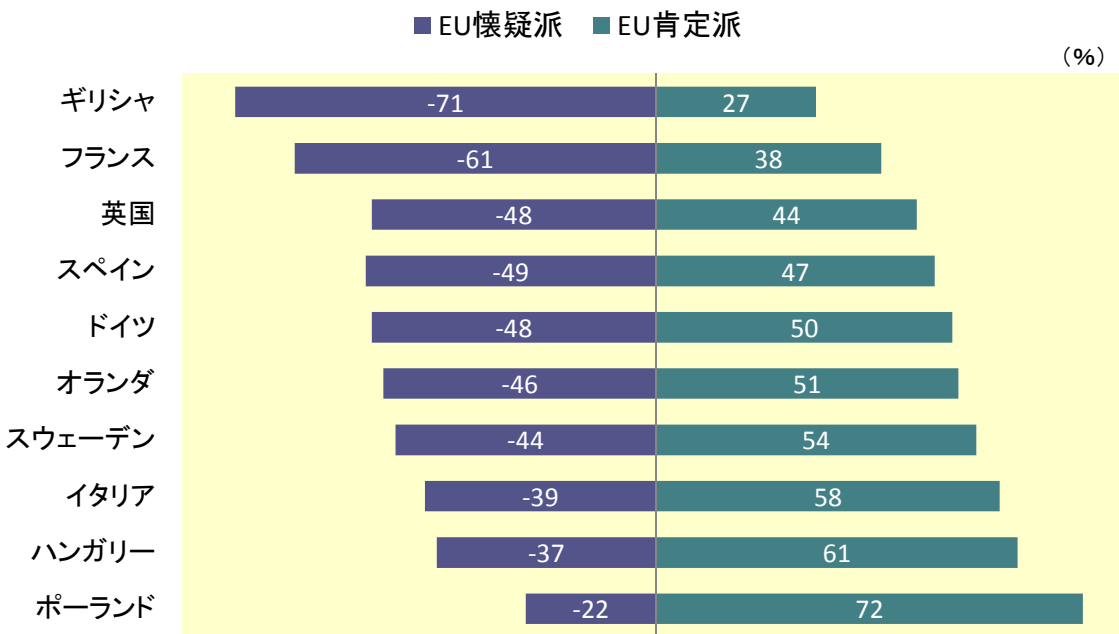
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

☆リスク要因

～欧州情勢と原油相場の動向～

リスク要因①「欧州情勢」～10月以降は政治の季節に～

EU加盟国におけるEU懐疑派・肯定派の割合



(出所) Pew Research Centerより大和証券作成

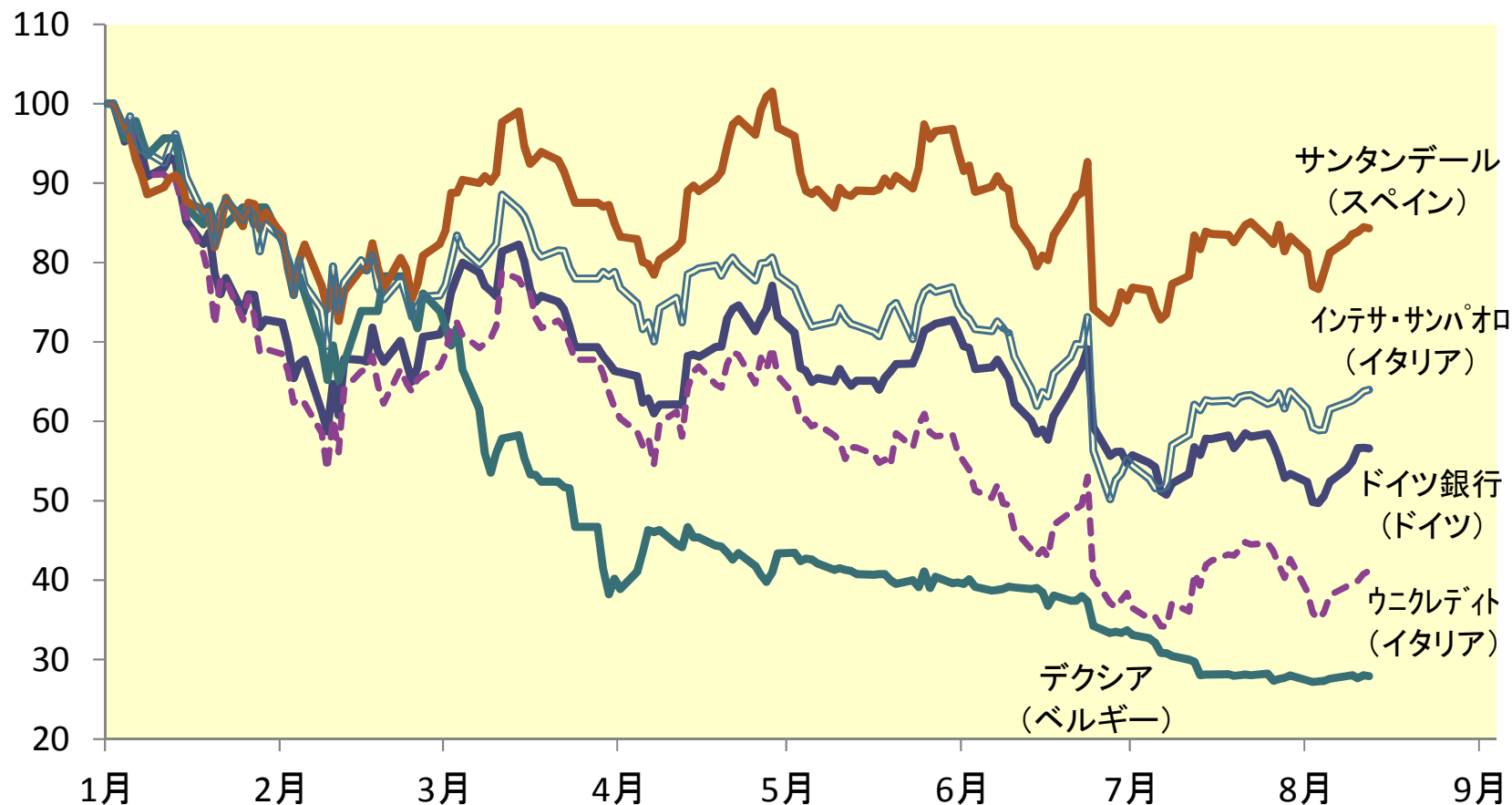
欧州における今後の政治日程

16年		
10月2日	ハンガリー	国民投票（難民受け入れ是非）
10月	リトアニア	総選挙
10月にも	イタリア	上院の権限を縮小する憲法改正案を巡る国民投票
11月まで	ルーマニア	総選挙
17年		
3月まで	オランダ	総選挙
4月末～5月初旬	フランス	大統領選
6月	フランス	下院選
8～10月の間	ドイツ	総選挙
10月まで	チェコ	総選挙

(出所) 各種媒体より大和証券作成

リスク要因①「欧州情勢」～金融機関への市場の警戒続く～

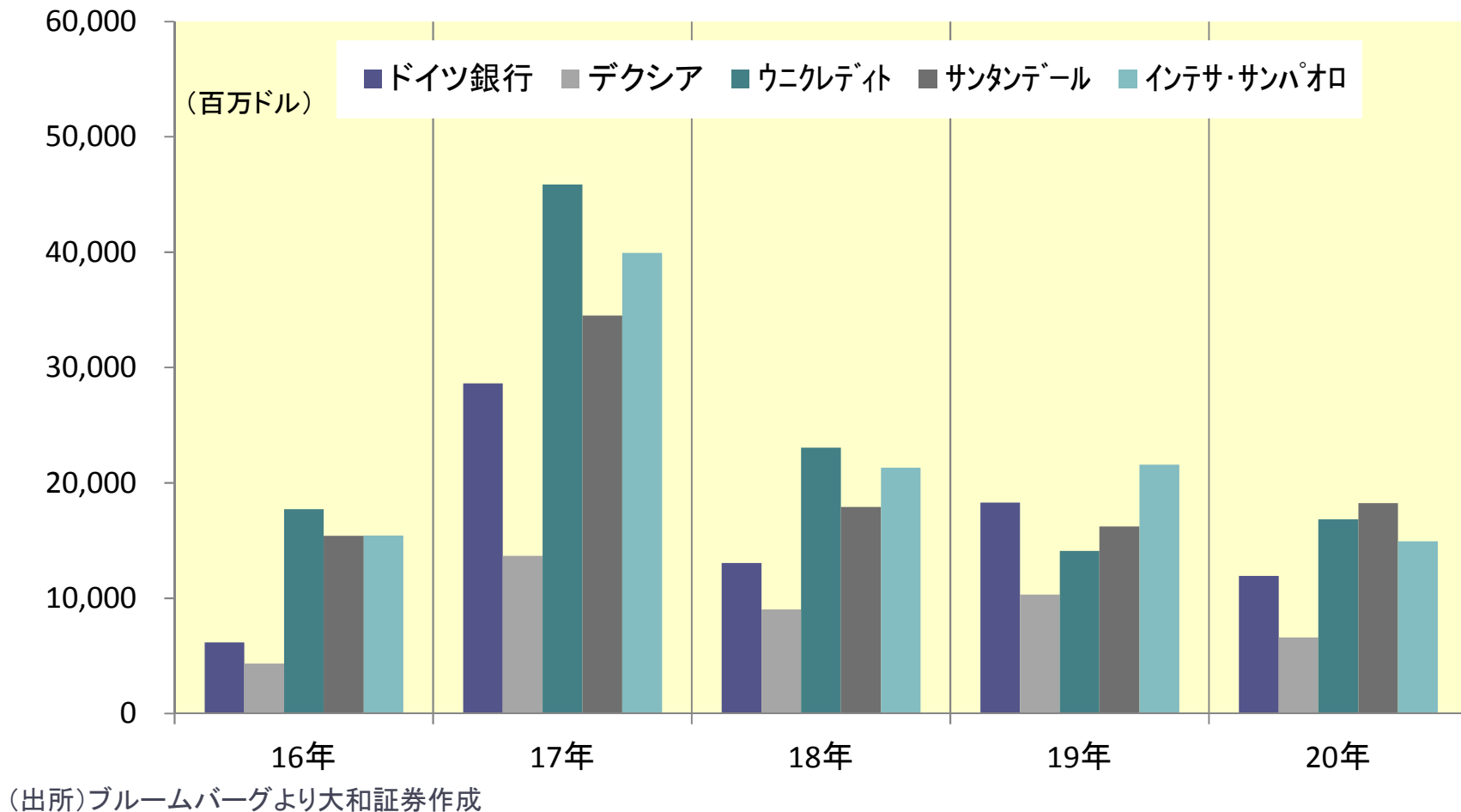
欧州金融機関の株価推移(15年末=100)



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、8/12現在

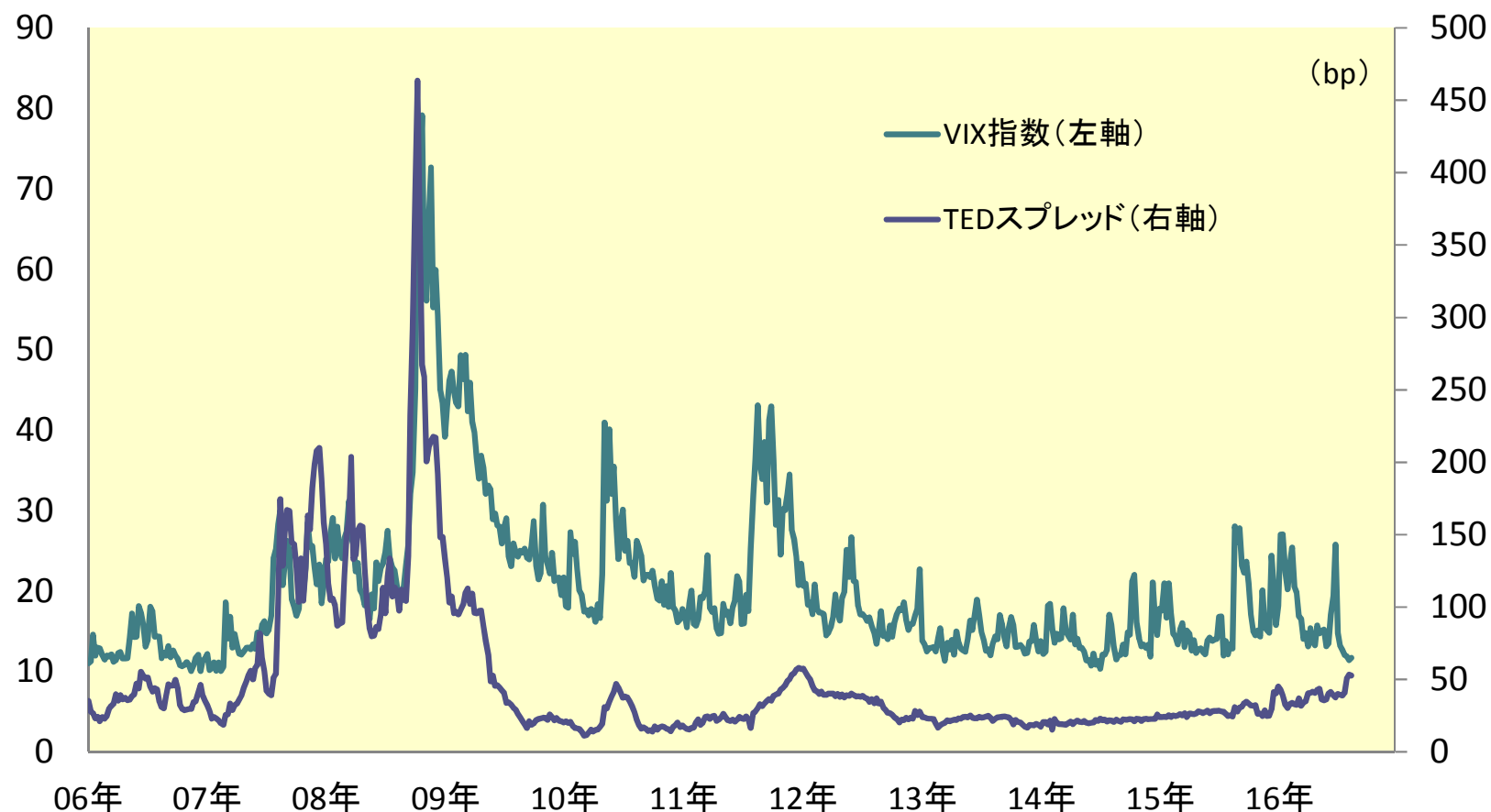
リスク要因①「欧州情勢」～来年の債務償還急増が懸念材料～

主要欧州金融機関の債務償還年別残高



リスク要因①「欧州情勢」～信用不安に発展しないか要注視～

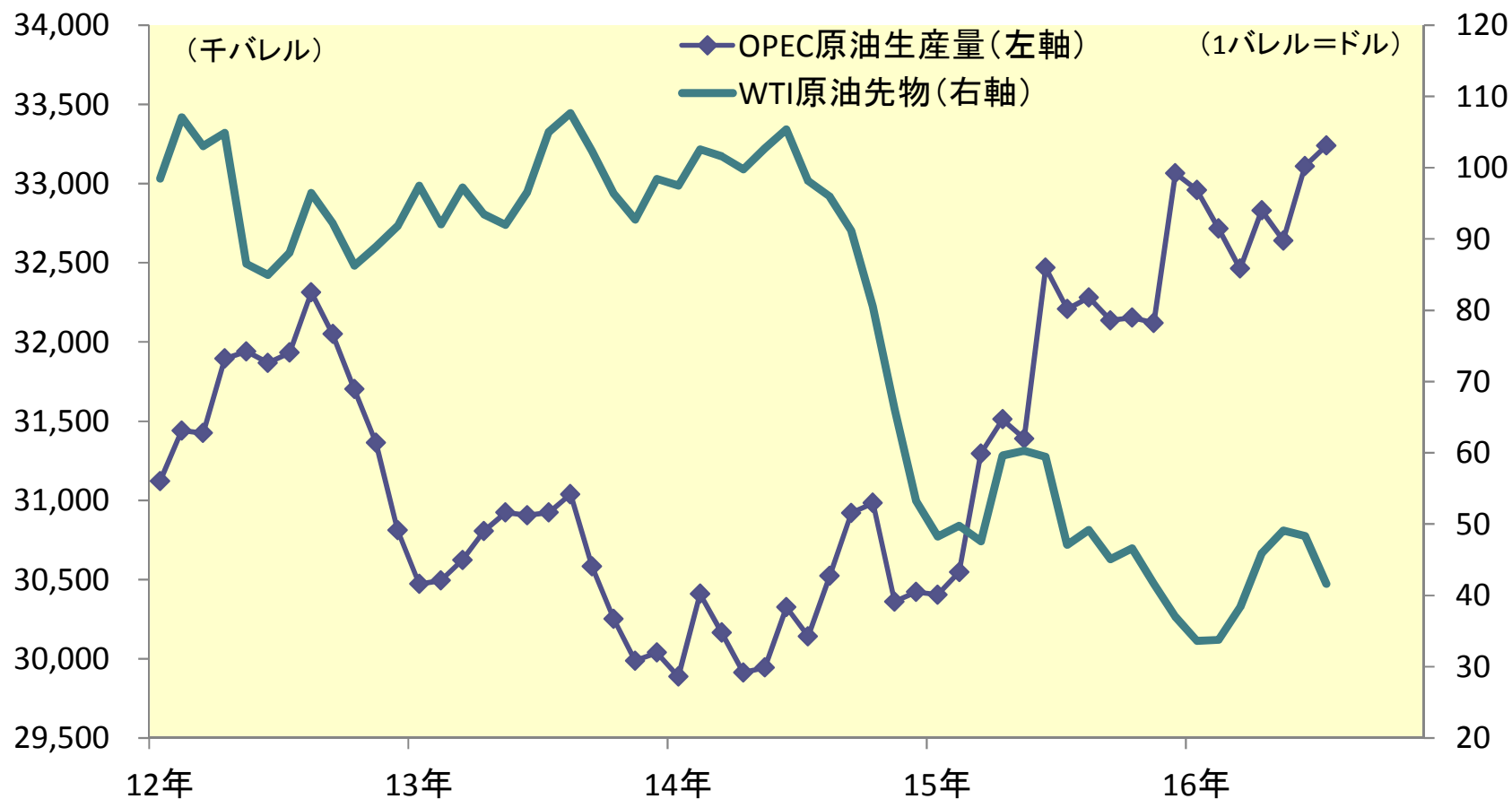
TEDスプレッドとVIX指数



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、8/12現在 ※TEDスプレッド＝ドルLIBOR3ヵ月物－米3ヵ月物短期国債

リスク要因②「原油相場」～供給過剰→原油安の懸念再燃～

OPEC原油生産量とWTI原油先物(月次)

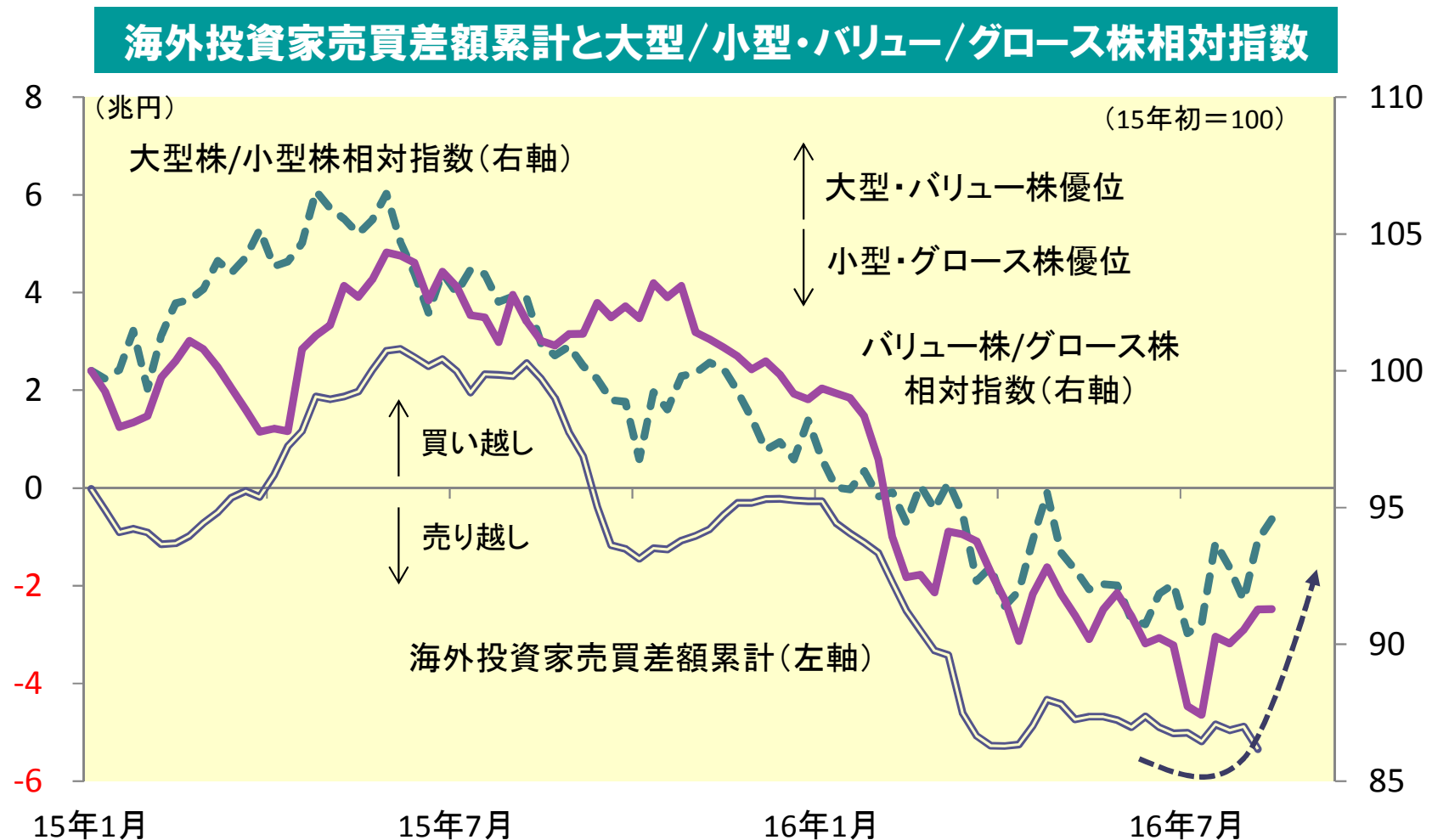


(出所)ブルームバーグより大和証券作成、7月末現在、原油生産量は1日あたり

☆物色動向と個別銘柄

～大型の景気敏感株にシフトしつつ、
好業績グロース株の押し目にも注目～

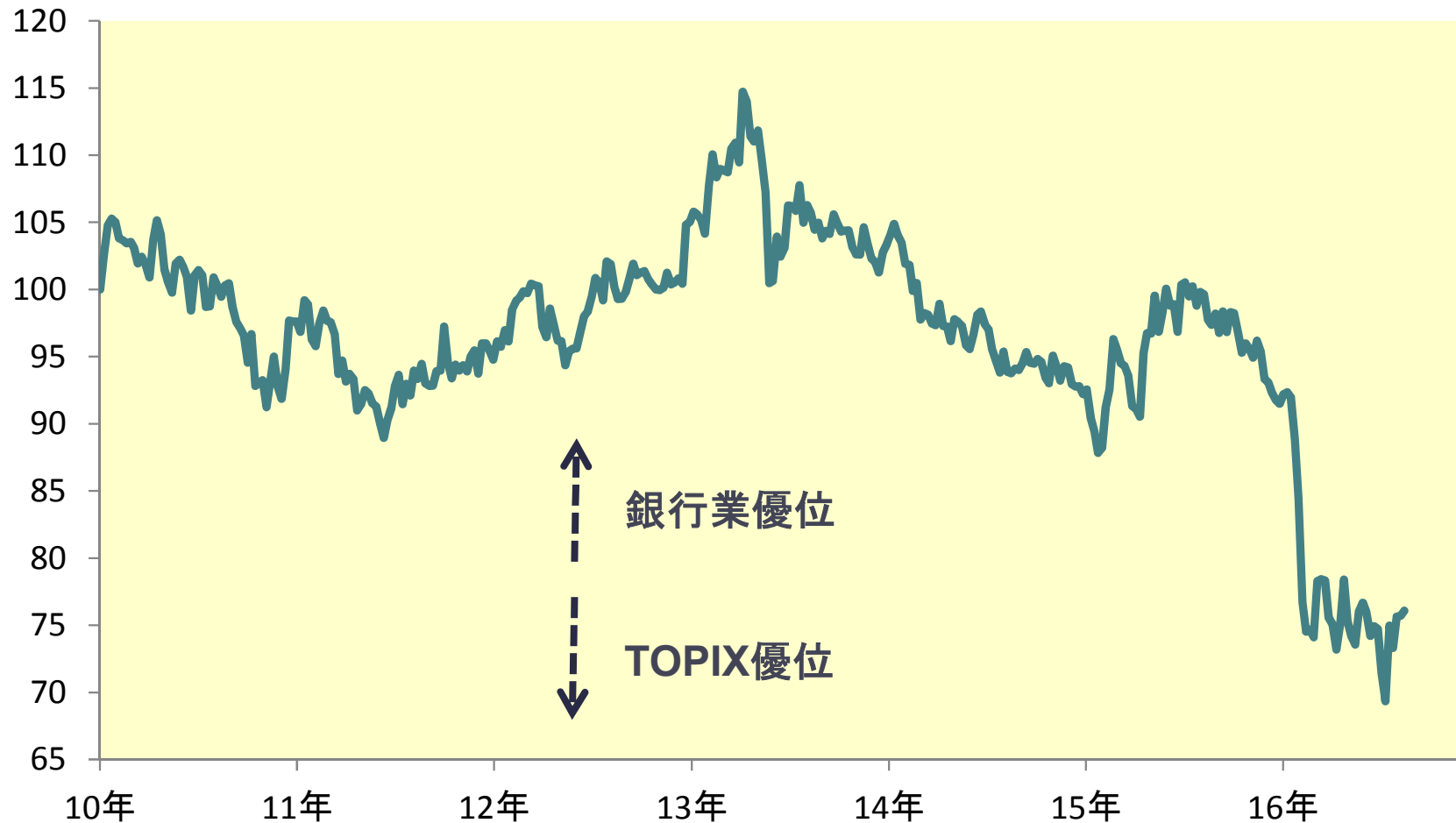
物色動向①～目先は景気敏感の大型・バリュー株優位な展開へ～



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、各相対指数は8月12日現在、売買差額累計は8月第1週分まで

物色動向②～マイナス金利深堀りに対する懸念後退で銀行株に妙味～

東証銀行業/TOPIX相対指数(09年末＝100)



(出所)各種資料より大和証券作成、8月12日現在

日本電産（6594）

成長が期待される車載向けに軸足

モータ大手。最近では車載用に注力しており、自動車の「電動化」進展を機に企業買収を含め急速な事業規模の拡大を行う。17/3期1Qの営業利益は315億円（前年同期比6%増）と増益決算となった。同社は21/3期に全体売上高2兆円、内「車載」のみで最大1兆円（16/3期2713億円）を掲げるなど、中期的な業績拡大期待が強い。

株価推移（週足）



マツダ（7261）

予想を上回る1Q決算を発表

新型パワートレイン「SKYACTIV」を軸に、商品力の強化に成功。欧州での販売構成比が高い。17/3期1Qの営業利益は524億円（前年同期比2%減）と、大和予想（430億円）を上回る好内容となった。日米の落ち込みを欧州などで補った。今回の決算では為替を除いた収益体質が強化されたことが確認できたと大和ではみている。

株価推移（週足）



三菱UFJフィナンシャル・グループ（8306）

銀行株の出遅れ修正の動き強まる

17/3期1Qの連結純利益は1,889億円（前年同期比32%減）と大和事前予想（1,800億円）をやや上回る着地となった。7/28～29の日銀会合でマイナス金利の深堀が見送られ、かつ、次回会合に向けて追加緩和期待が高まっていることは支援材料。PBRや配当利回り、株主還元姿勢などを考慮すると株価見直し余地は大きいと考える。

株価推移（週足）



スタートトゥデイ（3092）

商品取扱高5000億円が中長期目標

衣料品通販サイト「ゾゾタウン」を運営。16/3期は商品取扱高が前期比24%増の1595億円、営業利益が18%増の178億円となった。17/3期1Qも商品取扱高が前年同期比27%増、営業利益が34%増の50億円と好調。「ゾゾフリマ」の初期投資やプライベートブランドの立ち上げ費用が増すが、増収効果で吸収し最高益更新が見込まれる。

株価推移（週足）



テルモ（4543）

米国や中国でカテーテルが好調

カテーテル（医療用細管）や人工心肺装置など世界で高シェアの製品群を有する。17/3期1Qの営業利益は前年同期比10%増の214億円。円高と薬価・公定価引き下げの中での10%増益はサプライズと大和では判断。17/3期は為替影響などもあり減益が見込まれるが、世界的な高齢者人口の増加を追い風に良好な事業環境は続くとみている。

株価推移（週足）



(出所) 東京証券取引所

エムスリー（2413）

17/3期も2ケタ増益継続へ

医療情報サイトを運営。ネットMRである「MR君」は、国内では9割以上の医師を登録済み。海外では、これまでの米英だけでなく、中国でも「MR君」事業を開始した。大和では、主力の医療ポータル事業や会社が注力しているエビデンスソリューション事業（治験事業）がけん引する形で、17/3期営業利益は28%増の256億円を見込んでいる。

株価推移（週足）

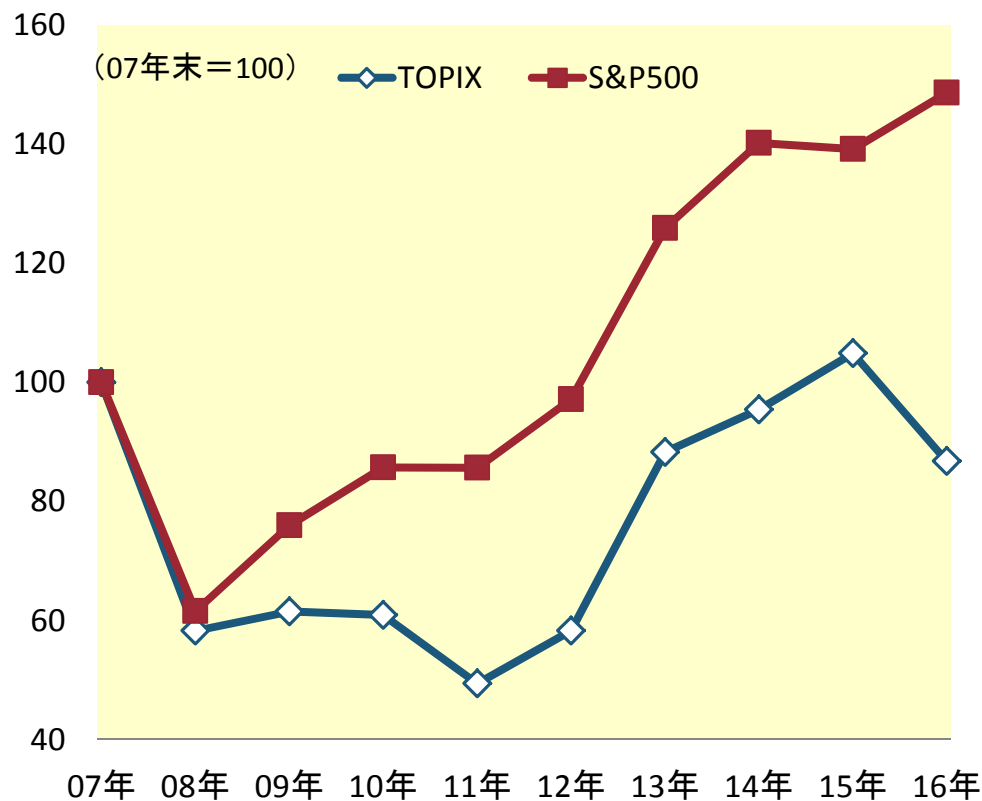


(出所) 東京証券取引所

☆ 日本株の長期的課題
～外部環境に左右されない収益モデルを
確立することが求められる～

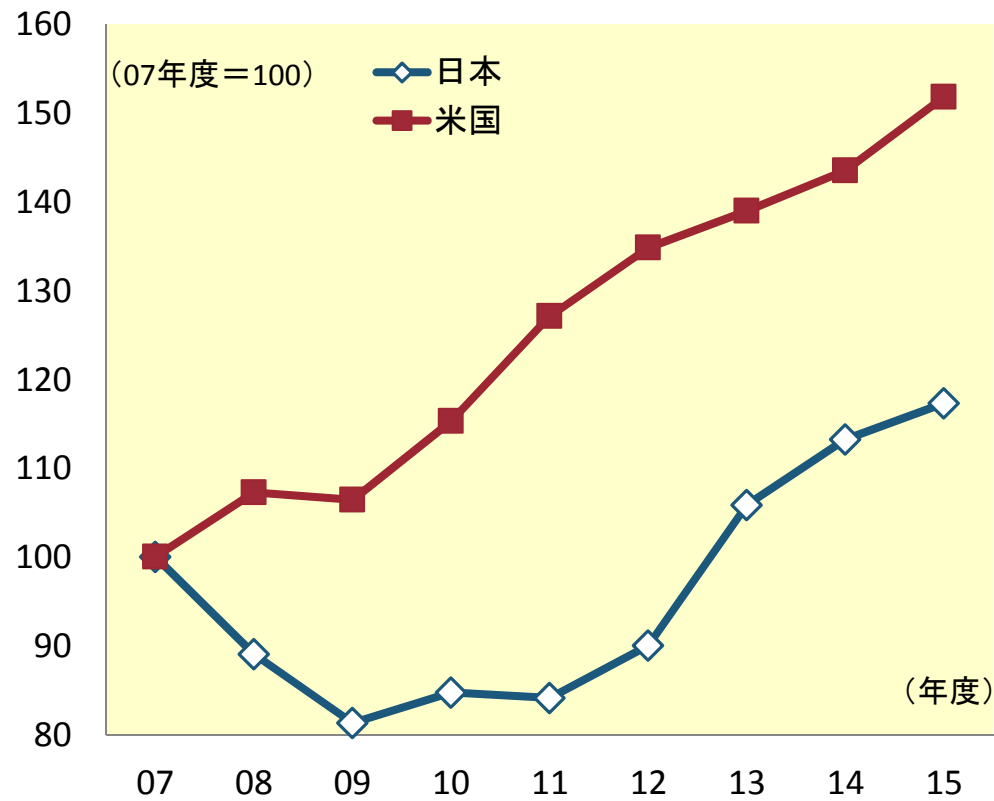
日本株の長期的課題～米企業と比べ収益面で見劣りする日本企業～

日米株価(07年末=100)



(出所)ブルームバーグより大和証券作成

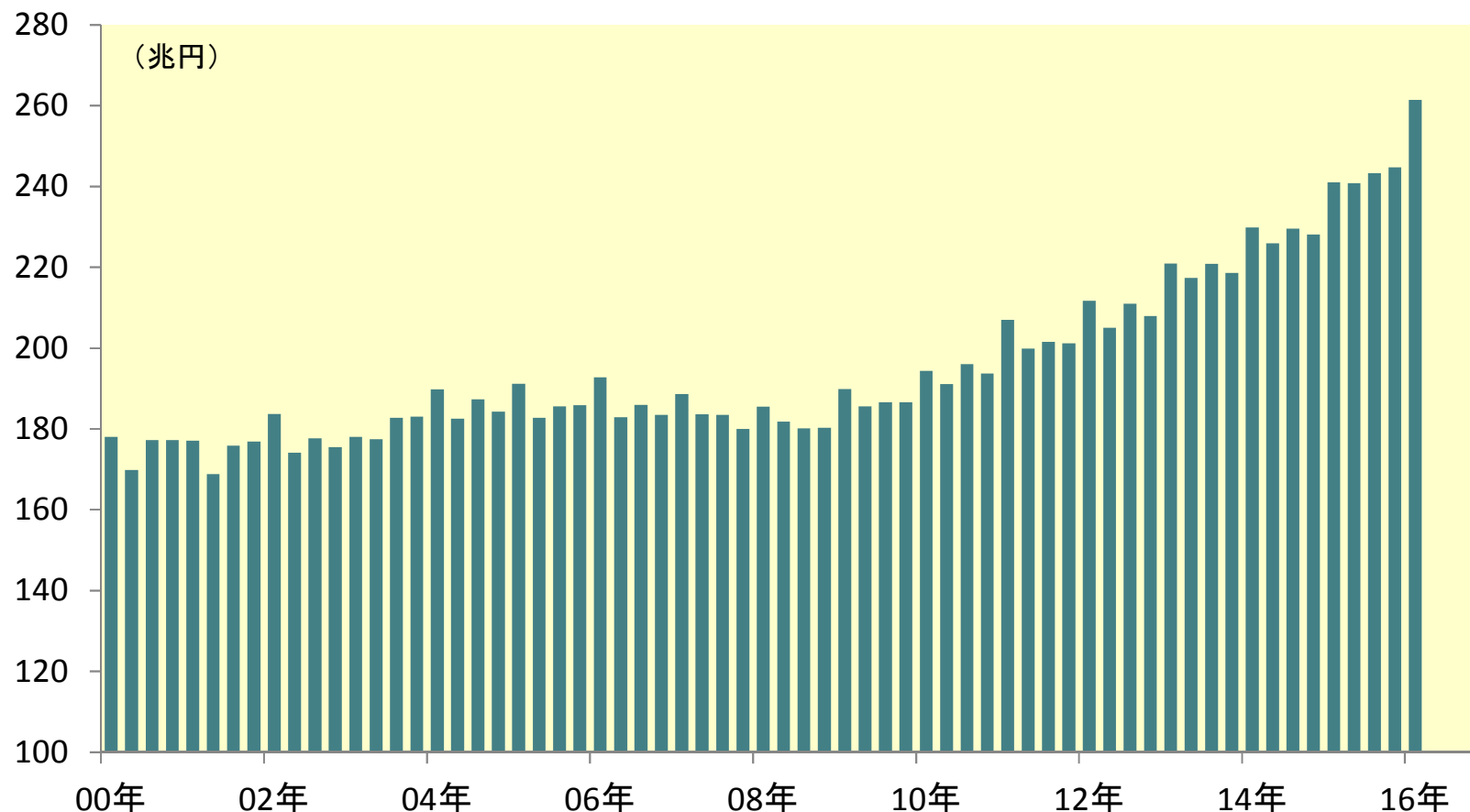
日米時価総額上位30社売上高(07年度=100)



(出所)ブルームバーグより大和証券作成
※金融・エネルギー除く

日本株の長期的課題～潤沢なキャッシュを有効活用できるかが焦点～

日本企業の現預金残高の推移



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和証券作成、2016年3月末時点

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 1.24200%（但し、最低 2,700 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、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動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に必要です。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・売出し等により、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、損失を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、損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売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を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、目論見書、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

【保有株式等について】

大和証券は、このレポートに記載された会社が発行する株券等を保有し、売買し、または今後売買することがあります。大和証券グループが、株式等を合計 5%超保有しているとして大量保有報告を行っている会社は以下の通りです。（平成 28 年 7 月 29 日現在）

大東建設(1814) イテケン(1847) 日成ビルド工業(1916) アコーディア・ゴルフ(2131) サムティ(3244) サンセイランディック(3277) ムゲンエステート(3299) 日本ヘルスケア投資法人(3308) ケー・エフ・シー(3420) 川田テクノロジーズ(3443) ケイアイスター不動産(3465) ビリングシステム(3623) エニグモ(3665) 神島化学工業(4026) セブテーニ・ホールディングス(4293) トリケミカル研究所(4369) ラクオリア創業(4579) ノザワ(5237) 中山製鋼所(5408) 東邦亜鉛(5707) 東京製綱(5981) リンクバル(6046) アライドアーキテクツ(6081) ウィルグループ(6089) 日進工具(6157) 中村超硬(6166) 鎌倉新書(6184) ホープ(6195) 平田機工(6258) 三相電機(6518) ダブル・スコープ(6619) ミツミ電機(6767) スミダコーポレーション(6817) フェローテック(6890) エノモト(6928) アストマックス(7162) G M O クリックホールディングス(7177) ノジマ(7419) ブイ・テクノロジー(7717) 大興電子通信(8023) マナーパートナーズグループ(8732) 大和証券オフィス投資法人(8976) 日本賃貸住宅投資法人(8986) セレスポ(9625) 帝国ホテル(9708) パーカーコーポレーション(9845)（銘柄コード順）

【主幹事を担当した会社について】

大和証券は、平成 27 年 8 月以降下記の銘柄に関する募集・売出し（普通社債を除く）にあたり主幹事会社を担当しています。

ヨシムラ・フード・ホールディングス(2884) 鳥貴族(3193) ホットランド(3196) アクティブ・プロパティーズ投資法人(3279) イオンリート投資法人(3292) ヒューリックリート投資法人(3295) 日本ヘルスケア投資法人(3308) トーセイ・リート投資法人(3451) ケネディクス商業リート投資法人(3453) サムティ・レジデンシャル投資法人(3459) ケイアイスター不動産(3465) 三井不動産ロジスティクスパーク投資法人(3471) 昭栄薬品(3537) 農業総合研究所(3541) コメダホールディングス(3543) デファクトスタンダード(3545) テクノスジャパン(3666) オプティム(3694) マイネット(3928) ベネフィットジャパン(3934) グローバルウェイ(3936) 扶桑化学工業(4368) O A T アグリコ(4979) インターワークス(6032) ファーストロジック(6037) 日本ビューホテル(6097) ブランジスタ(6176) 日本郵政(6178) G M O メディア(6180) ソネット・メディア・ネットワークス(6185) アトラエ(6194) イワキ(6237) ツバキ・ナカシマ(6464) リファインパース(6531) ジャパンインベストメントアドバイザー(7172) かんぽ生命保険(7181) ゆうちょ銀行(7182) 富山第一銀行(7184) アトム(7412) 極東貿易(8093) オリックス不動産投資法人(8954) 平和不動産リート投資法人(8966) 大和証券オフィス投資法人(8976) ジャパン・ホテル・リート投資法人(8985) 学究社(9769)（銘柄コード順）