

内外経済と株式市場の見通し ～「トランプショック」は一時的か？～

大和証券 投資戦略部
株式ストラテジスト 野間口毅
2016年11月

(1)ポイント

- ①トランプ大統領の政策は「妙薬」か「毒薬」か？**
- ②FRBは年内1回、来年2回の利上げを想定。**
- ③日本の景気は浮揚感に乏しい状況が継続。**
- ④日本の企業業績は増益を維持できるか？**
- ⑤年内の日経平均は
18000円を超える可能性も。**

(2)日米の株価指数及び国債利回り予想

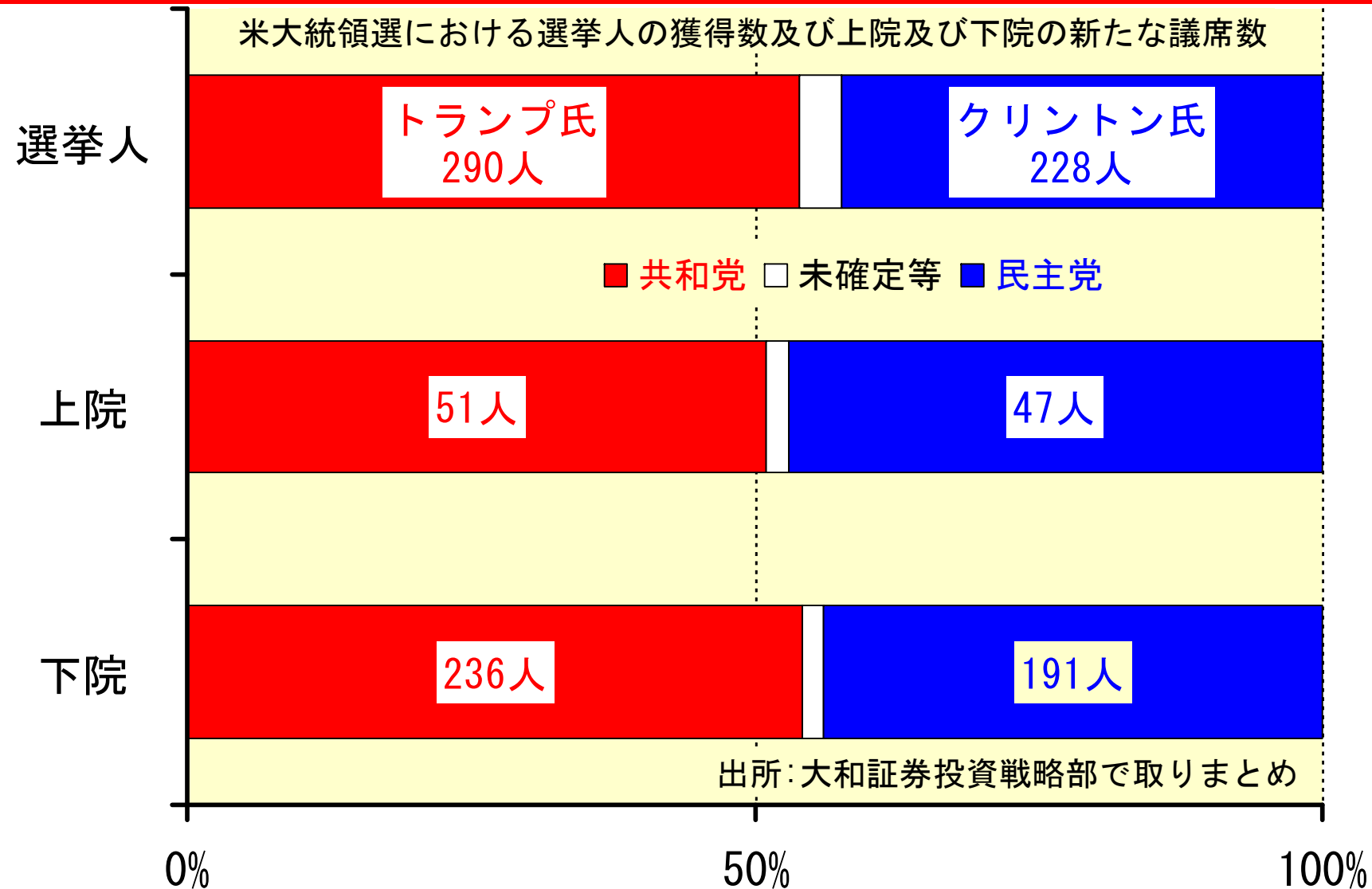
		直近値 (11月9日)	→予想				騰落率① (直近値⇒ 17年3月末値)	騰落率② (直近値⇒ 17年9月末値)
			16年 10-12月	17年 1-3月	17年 4-6月	17年 7-9月		
日経平均 (円)	期末値	16,251.54	17,020	17,390	17,770	18,270	+7.0%	+12.4%
	(高値)	-	(18,500)	(19,000)	(19,400)	(19,900)	-	-
	(安値)	-	(15,500)	(15,800)	(16,200)	(16,700)	-	-
TOPIX (ポイント)	期末値	1,301.16	1,360	1,390	1,420	1,460	+6.8%	+12.2%
	(高値)	-	(1,480)	(1,520)	(1,550)	(1,590)	-	-
	(安値)	-	(1,240)	(1,260)	(1,290)	(1,330)	-	-
NYダウ (ドル)	期末値	18,589.69	18,500	18,500	18,500	19,000	▲0.5%	+2.2%
	(高値)	-	(19,000)	(19,500)	(19,500)	(20,000)	-	-
	(安値)	-	(17,000)	(17,500)	(17,500)	(18,000)	-	-
NASDAQ (ポイント)	期末値	5,251.07	5,200	5,200	5,200	5,300	▲1.0%	+0.9%
	(高値)	-	(5,400)	(5,500)	(5,500)	(5,600)	-	-
	(安値)	-	(4,800)	(4,900)	(4,900)	(5,100)	-	-

参考：大和証券投資戦略部「日本株投資戦略2016年11月」及び「米国株投資戦略(2016.11)」

	2016年10～12月予想	2017年1～3月予想	(同)4～6月予想	(同)7～9月予想
日本の5年物国債利回り	▲0.25～▲0.15%	▲0.25～▲0.15%	▲0.35～▲0.15%	▲0.35～▲0.15%
〃 10年物国債利回り	▲0.10～0.00%	▲0.10～0.00%	▲0.15～0.00%	▲0.15～0.00%
〃 20年物国債利回り	0.20～0.45%	0.20～0.45%	0.20～0.45%	0.20～0.45%
米国のFF金利誘導目標	0.50～0.75%	0.50～0.75%	0.50～1.00%	0.50～1.00%
〃 2年物国債利回り	0.70～1.00%	0.80～1.10%	0.80～1.10%	0.90～1.20%
〃 10年物国債利回り	1.50～2.00%	1.50～2.00%	1.75～2.25%	1.75～2.25%

出所：大和証券金融市場調査部「ボンド・マーケット・ウィークリー」(2016年11月4日号)

(3)米大統領選・議会選では共和党が完勝した



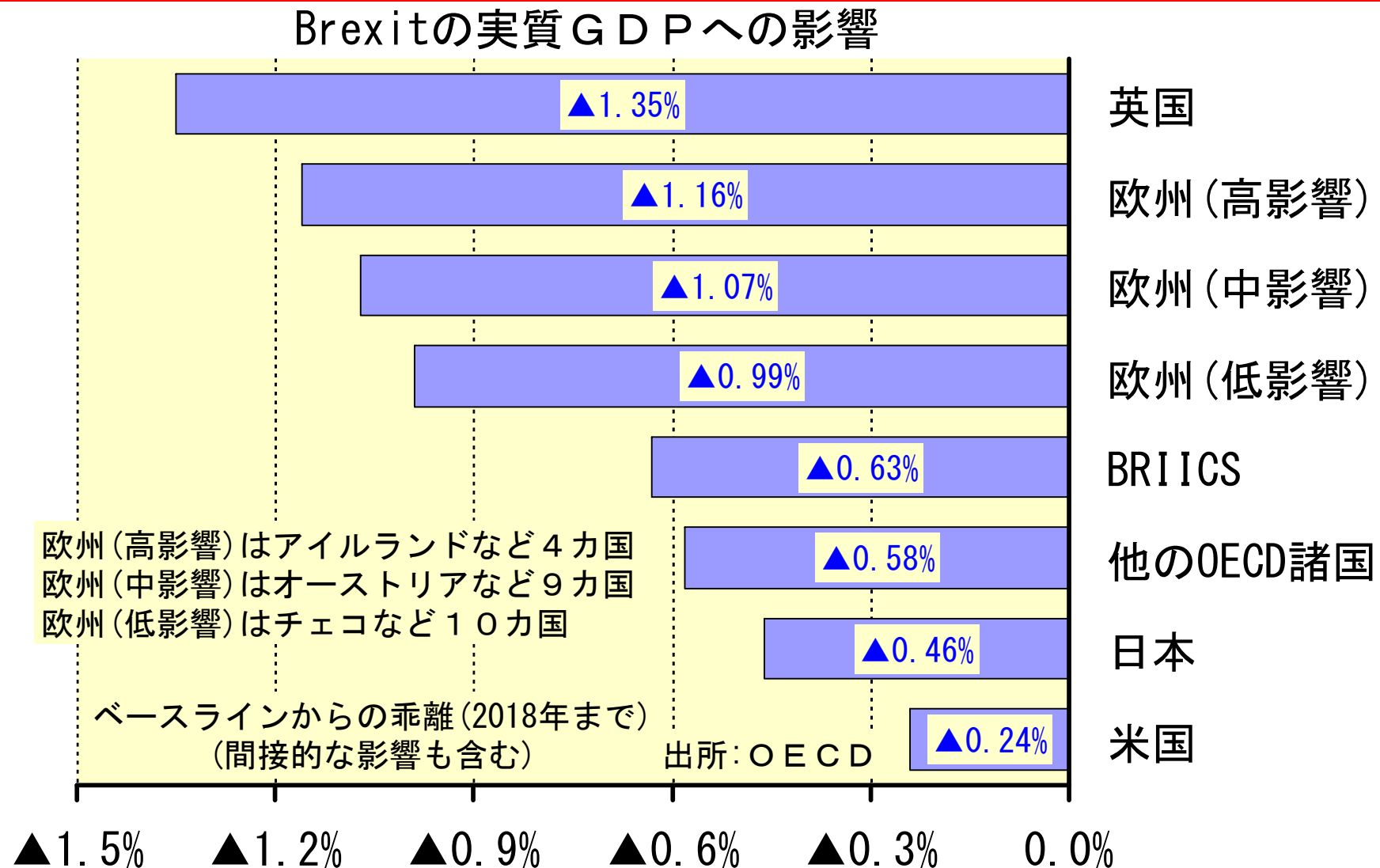
米大統領選と同時実施した米議会選では、**共和党が上下両院の過半数を維持した**。共和党がホワイトハウスと上下両院の支配を取り戻すのはブッシュ政権以来、**10年ぶり**。オバマ政権で上下院ともに野党が多数派というねじれは解消し、米国社会に大きな変化が起きる可能性もある。米メディアによると11月9日午前10時半(日本時間10日午前0時半)時点で、上院は**共和51**、**民主47**、下院は**共和236**、**民主191**の議席を確保した。今回は上院(任期6年)100議席のうち34議席と、下院(任期2年)の全435議席が改選。現有議席は上院が共和54、民主46(民主系無所属含む)で、下院は共和246、民主186(欠員3)だった。

(4)「トランプショック」≠「Brexitショック」か？



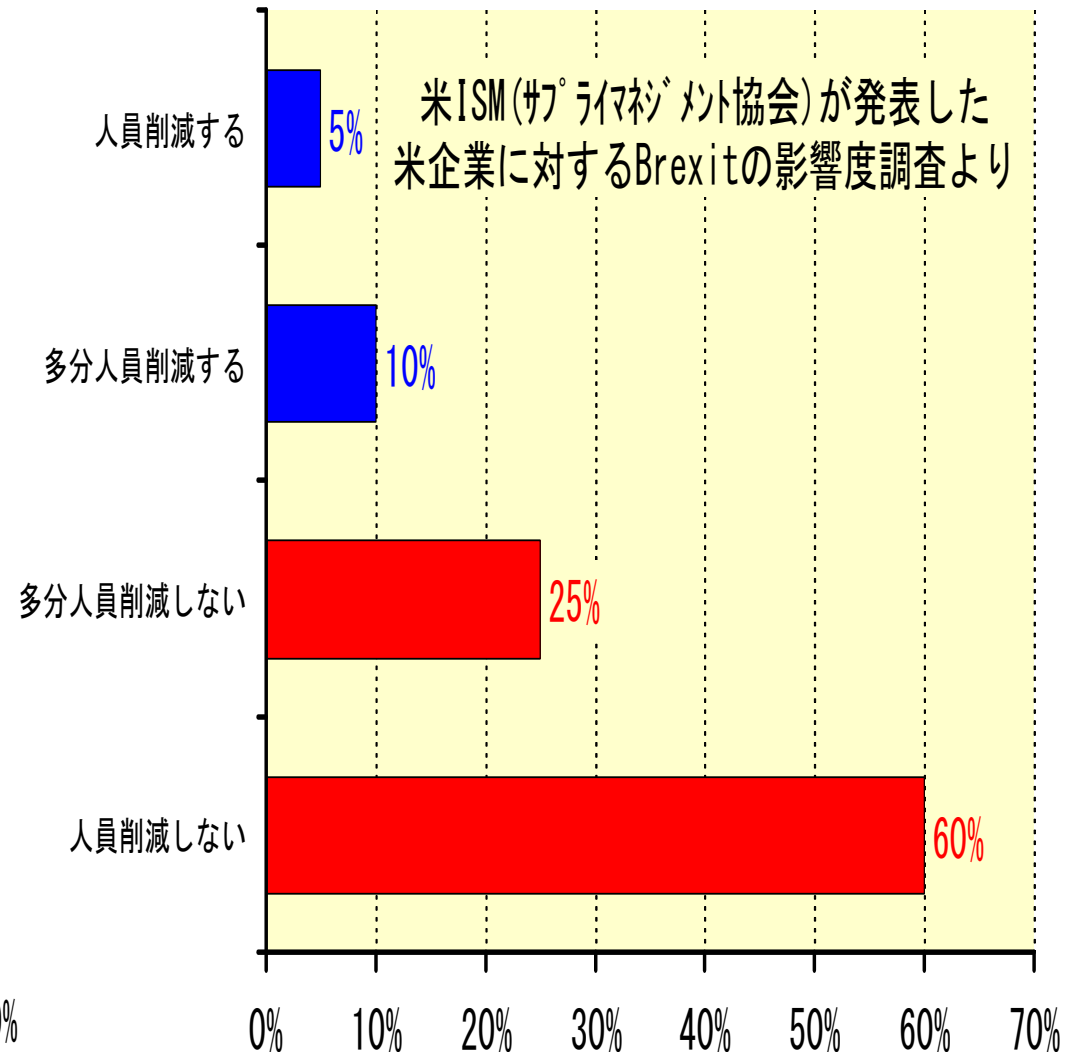
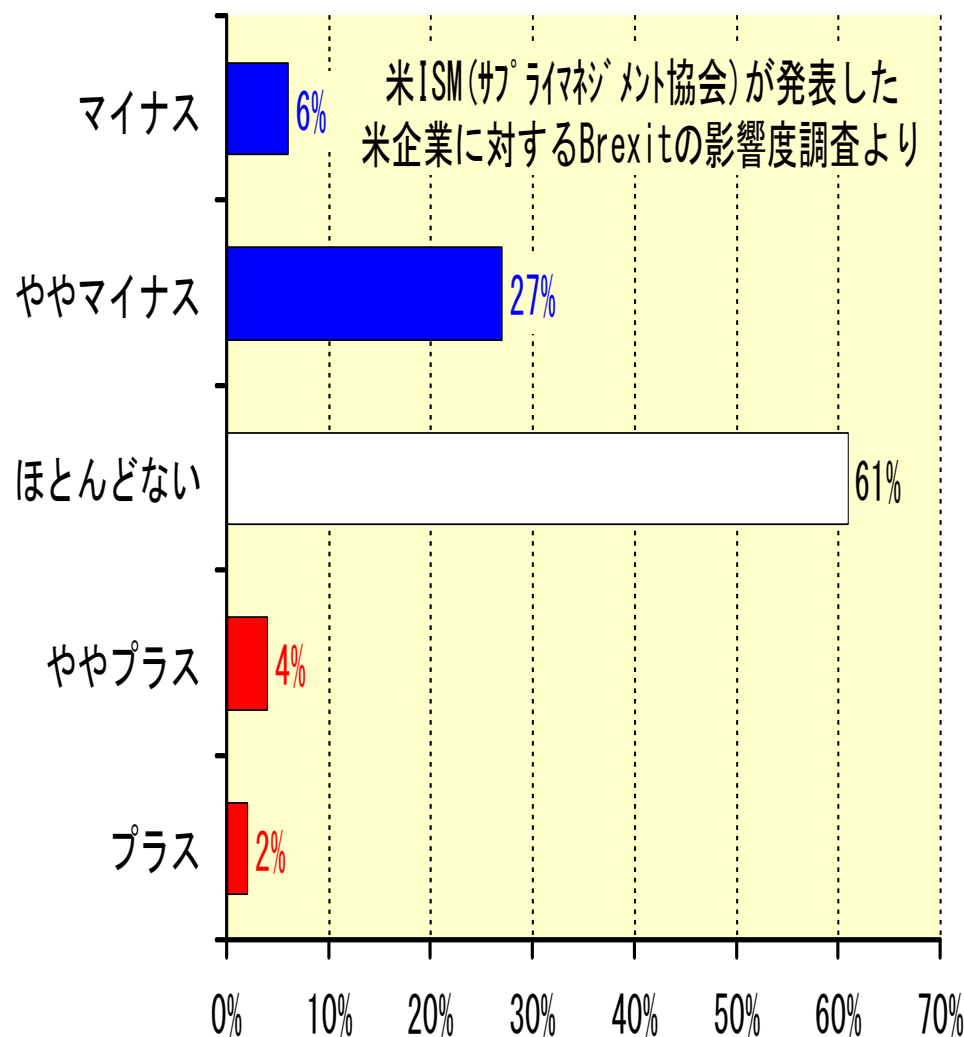
11月9日の米株式市場でダウ工業株30種平均は大きく3日続伸し、8月に付けた過去最高値にわずか50ドル弱に迫った。前日までの「トランプ大統領は売り」が影をひそめたのはなぜか。投資家が意外にも買い安心感につながったとそろって指摘したのが、「9日未明の勝利宣言でのトランプ氏の振る舞いが上品だった」ことだ。暴言を繰り返した選挙戦時の態度を改めて大統領らしく振る舞ったことで、ビジネスの世界で成功したトランプ氏の戦略家としての側面が意識されたという。大統領選と同時に実施された米議会選の結果も追い風だ。議会選では大接戦だった上院も含めて上下院ともに共和党が過半を取った。大統領と上院を共和党が支配したのは、戦後ではアイゼンハワー政権、レーガン政権、ブッシュ子政権時の3度だが、いずれも米景気・株式相場には好影響だった。

(5) Brexitの米経済への影響は限定的と想定されていた①



国際通貨基金 (IMF) は7月12日、英国の欧州連合 (EU) 離脱決定は不透明性を引き起こし、米経済をめぐるリスクを高めたとしつつも、米成長への影響は「軽微」との認識を示した。IMFは米経済・政策に関する年次報告書で、英国のEU離脱 (ブレグジット) 決定を受け、ドルは上昇したものの、懸念されていたほどのドル高には至らず、急落した株式相場も回復したと指摘。また、米債への逃避買いが高まったことで利回りは低下し、個人・企業の借り入れコストは著しく低下したとの認識も示した。IMFの米国調査団を率いるナイジェル・チョーク氏は記者団との電話会議で、ブレグジットによる「米成長への正味の影響は軽微だ」と語った。

(6) Brexitの米経済への影響は限定的と想定されていた②



米サプライマネジメント協会 (ISM) は7月1日、英国の欧州連合 (EU) 離脱が米企業にもたらす影響に関する調査結果を発表した。回答企業の61%が「今年の影響はごくわずか」と予測していることがわかった。調査は英国のEU離脱が決まった6月23日の国民投票を受け、製造業と非製造業の調達担当幹部にアンケート方式で実施した。離脱による「マイナス」「ややマイナス」の影響を予測する企業は合計33%だった。一方で「プラス」「ややプラス」の影響を予測する企業は合計6%だった。マイナスの影響の理由では製造業の51%が「ドル相場の変動」、30%が「海外需要の変動」を挙げた。非製造業では43%が「ドル相場の変動」、27%が「海外需要の変動」を挙げた。年内の設備投資への影響は、全体の81%が「ごくわずか」と答えた。不確実さが高まったことに伴う人員削減の可能性については圧倒的多数の企業が否定的だった。

(7)今回は「トランプリスク」が想定されていた

○英調査会社オックスフォード・エコノミクスは9月13日付のレポートでトランプ氏が大統領選で勝利し、掲げる政策を全て実行した場合には2021年までに米国の国内総生産(GDP)を5%分下押しすると試算した。民主党候補のヒラリー・クリントン氏が勝利し、現行の政策がおおむね維持される基本シナリオと比べ、「トランプ大統領」の誕生で政策の不確実性が高まることで17年には成長率が早くも0.5%分押し下げられるとみる。

トランプリスクの決定打となるのが保護主義的とされる貿易政策だ。トランプ氏は米国内の雇用を奪っていると主張する貿易を見直すために北米自由貿易協定(NAFTA)の再交渉に加え、中国からの輸入品に対し45%、メキシコからは35%の関税を課すと宣言している。

ピーターソン国際経済研究所は9月19日に公表した論文でトランプ氏の主張を「完全な貿易戦争シナリオ」と位置づけた。実現した場合には米成長率が19年にもマイナスに陥り、失業率は8.4%と足元の水準(4.9%)から跳ね上がると試算。とりわけ悪影響は設備機械などの資本財や素材関連で大きく「トランプ氏の好戦的な貿易政策は米企業とその周辺を荒廃させ、不況をもたらす」(所長のアダム・ポーゼン氏)と痛烈に批判する。(2016/09/20 06:58 日経速報ニュースより)

○11月の米大統領選を前に、世論調査の支持率では民主党候補のヒラリー・クリントン前国務長官と共和党候補のドナルド・トランプ氏が接戦を繰り広げている。保護主義的な政策を掲げるトランプ氏が勝利した場合、米国内外に様々な影響が想定されるなか「米国よりも中国が受ける損失の方が大きい」とするレポートが発表され懸念が広がっている。

大和キャピタル・マーケットはこのほど、中国に45%の関税を課す考えを打ち出しているトランプ氏が勝利した場合、中国から米国への輸出額の87%にあたる4200億ドル(約43兆円)が減少するとしたレポートを発表した。これは中国の国内総生産(GDP)が年率2.6%減少することを意味する。

また、様々な影響を勘案すると、中国のGDPの損失は2~3年間で4.8%に達する可能性があるとも指摘。課税期間が長期に及べば、中国に製造拠点を置く企業が他国に拠点を移すことも想定される。今回の試算には海外移転に伴う総額4260億ドルに上る対中国直接投資(FDI)の引き揚げ分は反映されていないという。(2016/09/23 07:01 日経速報ニュースより)

○「トランプ大統領誕生が米国経済の最大のリスク」。日本企業の最高財務責任者(CFO)の7割がこう考えていることが、会計事務所のデロイト・トーマツグループが11月4日に発表した調査結果で分かった。外交などでドナルド・トランプ氏が過激な政策を実施し、米景気に悪影響を与えかねないと警戒しているようだ。

米国、日本、欧州など地域ごとに今後1年間の経済リスクを聞いた。上場企業を中心に約100社のCFOが答えた。調査期間は9月27日~10月14日で、トランプ氏の支持率が急回復する前だ。

米経済のリスクでは「トランプ氏の大統領就任」が72%と最多だった。「米連邦準備理事会の金融政策の迷走」(58%)を上回った。トランプ氏は環太平洋経済連携協定(TPP)に否定的な発言を続けており「貿易政策の迷走」を挙げたCFOも50%いた。

ヒラリー・クリントン氏の大統領就任をリスクとする回答は5%にとどまった。日本企業の「クリントン支持」が浮き彫りになった形だ。(2016/11/05 日本経済新聞朝刊より)

(8) トランプ大統領の政策は「妙薬」か「毒薬」か？

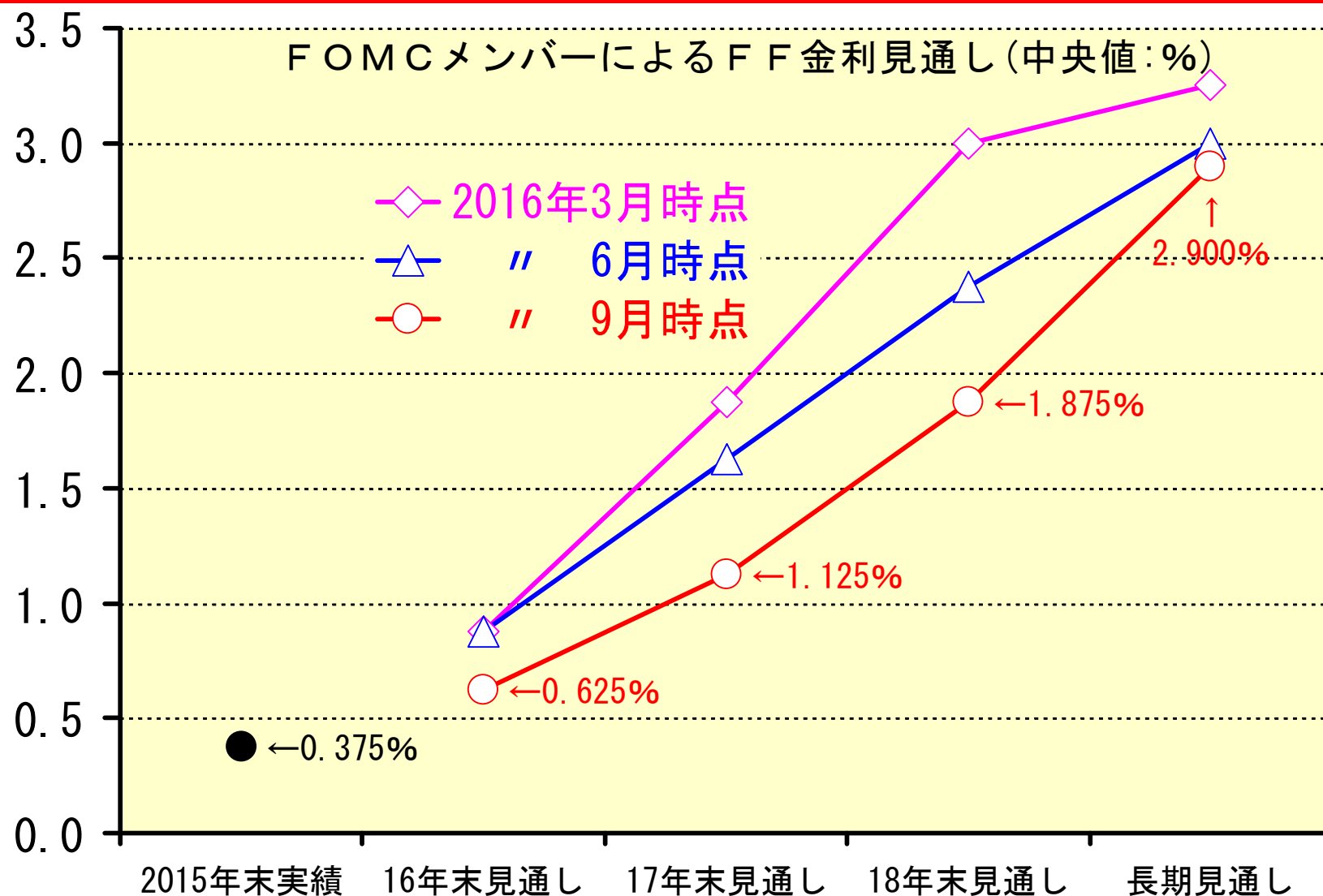
		ヒラリー・クリントン(民主党)	ドナルド・トランプ(共和党)
支持層		黒人・女性	白人低所得層・低学歴若年層・無党派層
税制	法人税	多国籍企業の租税回避(タックス・インバージョン)を抑制	最高税率の引き下げ(現行35%⇒15%)、海外利益の課税猶予を廃止
	個人税	富裕層への課税強化(年収100万ドル以上の個人に対する所得税30%)、所得25万ドル未満への増税を回避、減税の拡大	所得税の最高税率引き下げ(現行36.6%⇒33%)、所得税率の簡素化(適用所得区分を3段階へ変更)、相続税の廃止
雇用・賃金		連邦最低賃金を15ドルに引き上げ、男女間の賃金格差の解消	インフラ投資、製造業の国内生産増による雇用創出
貿易(TPP)		賃金・雇用減に繋がるとしてTPPIに反対	NAFTA・TPPIに反対(撤退・再交渉否定) 中国に対する強行姿勢
社会保障		オバマケアを維持、医療費の自己負担を引き下げ、社会保障を維持・拡大、処方薬の価格引下げ	オバマケア廃止、社会保障・メディケアの変更は困難
インフラ投資		インフラ投資の拡大	大型インフラ投資による支出
金融規制		大手金融機関のリスクフィー導入、ヘッジファンド規制強化	ドッド・フランク法の廃止
規制緩和		-	新たに設けられた規制へのモラトリアムの発動、オバマ政権による不要な大統領令の即時撤廃
移民		包括的な移民改革、オバマ大統領令を支持	不法移民の追放、メキシコ国境に壁
教育・育児		大学教育補助金の拡充	育児費用の負担軽減(所得税控除)
その他		ISIに対する米国関与の強化。銃規制強化	ISIに対する空爆強化・資金源遮断。銃規制の強化に反対

(9)米10年国債利回りは2%台に上昇した



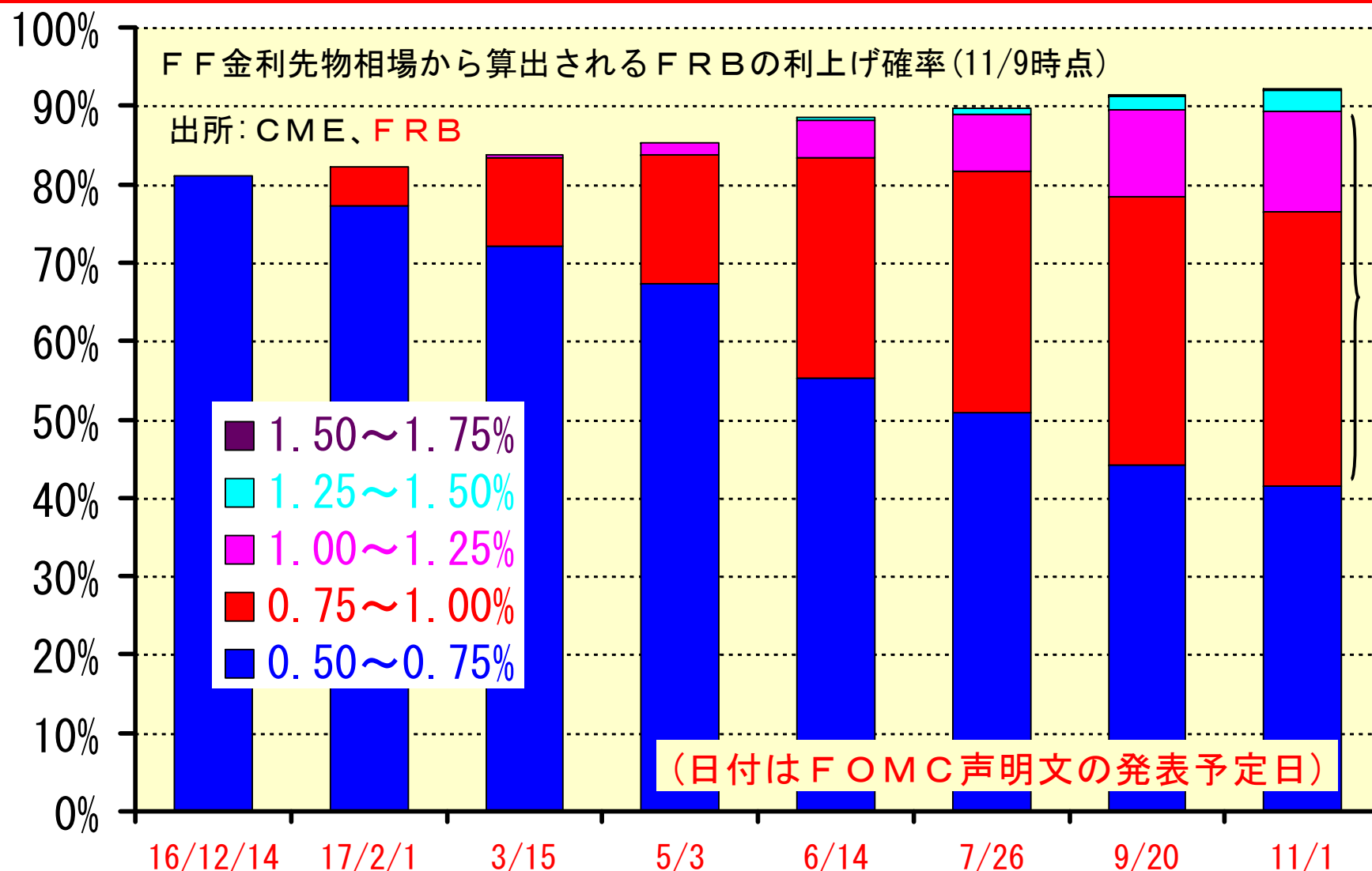
11月9日のニューヨーク外国為替市場で円相場は4日続落し、前日比50銭円安・ドル高の1ドル＝105円60～70銭で終えた。米金利が急上昇し、日米金利差の拡大を見越した円売り・ドル買いが優勢だった。一時は105円89銭と、7月27日以来およそ3カ月半ぶりの円安・ドル高水準を付けた。大統領選の大勢判明を受けて9日未明に勝利宣言した共和党のドナルド・トランプ氏は、空港や高速道路の修理など大規模なインフラ投資に積極的に取り組む考えを示した。「非常に財政拡張的だ」との見方から米国債の発行増が意識され、債券市場で10年物国債の利回りが約9カ月ぶりに節目の2%台に上昇した。今後の景気拡大の可能性もドル高要因として働き、一日を通じて円売り・ドル買いが優勢だった。

(10)FRBは年内1回、来年2回の利上げを想定



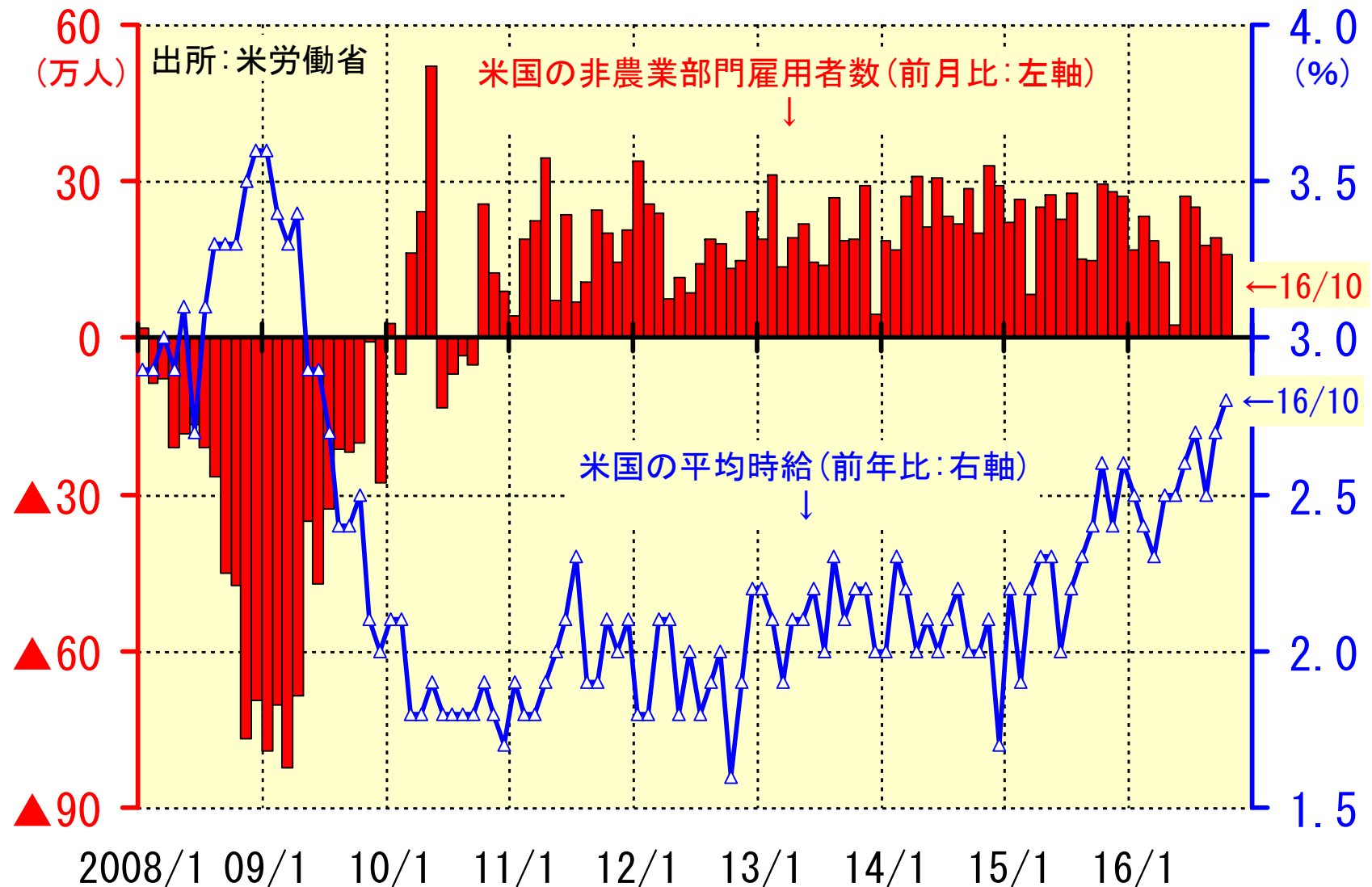
FRBは9月21日のFOMCで金融政策の現状維持を決め、追加利上げを見送った。ただ、記者会見したイエレン議長は「利上げの条件は整ってきた」と改めて指摘し、年内1回の追加利上げを見込んでいたと明らかにした。市場では次回の利上げ時期を12月と予測する声が増えている。イエレン氏は記者会見で「物価や雇用面をみて、経済の過熱を示すものはない」と見送り理由を説明した。同日公表の中長期的な政策金利見通しではメンバー17人(金融政策の投票権のない7人を含む)のうち10人が「年内1回の利上げ」を見込み中央値となった。来年は2回の利上げが中央値で、前回6月時点の3回から利上げペースは一段と減速している。年内のFOMCは11、12月の2回で市場はイエレン議長の記者会見がある12月の利上げを有力視している。

(11)市場は来年2回の利上げには依然懐疑的



共和党のドナルド・トランプ氏が米大統領選に勝利し、FRBが描く利上げシナリオは仕切り直しを迫られる。投資や消費が下振れするリスクがあり、市場が12月とみている次の利上げには不透明感も漂い始めた。先物相場の動きから算出する市場が予想する12月利上げの可能性は8割近くに達し、昨年12月以来の1年ぶりの引き締めが視野に入っていた。市場ではトランプ氏の大統領選勝利で株価が下げ、FRBが金融引き締めに踏み切れる環境ではなくなったとの見方が浮上する。米経済政策の不透明感が強まり、企業の投資や個人消費が下振れする懸念もぬぐえない。トランプ氏は選挙戦中に「18年に任期が切れるイエレン議長の再任を認めない」と発言している。

(12)米国の雇用は堅調かつ賃金上昇率も上昇



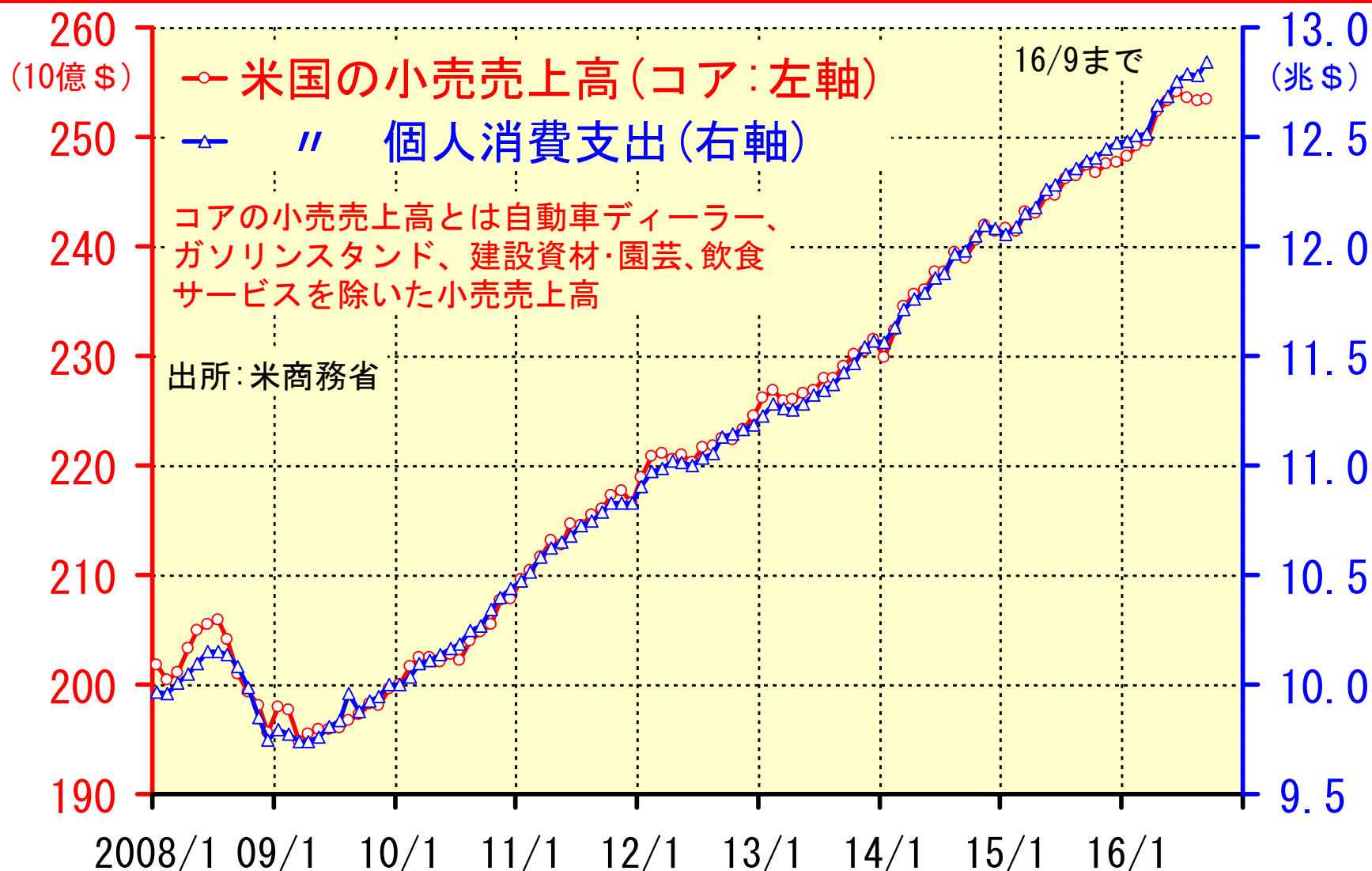
米労働省が発表した10月の米雇用統計は、非農業部門雇用者数が16万1000人増となった。予想の17万5000人増を下回ったものの、8月と9月の非農業部門雇用者数は従来発表より4万4000人上方修正された。賃金は前年比で2.8%増と、2009年6月以来の大幅増となった。米雇用の伸びは、労働市場が最大雇用の状況に近いこともあり減速傾向にある。年初来の雇用の伸びは月間平均で18万1000人と、2015年の22万9000人から縮小している。ただ、イエレンFRB議長は、労働市場への新規参加者を吸収するには月間10万人未満の伸びで十分との考えを示している。

(13)米新車販売台数の伸びは減速しているが・・



米国で2010年から続いた新車市場の拡大の減速感が強まっている。米調査会社のオートデータが10月3日にまとめた9月の米新車販売台数は、前年同期比0.5%減の143万5689台となり、2カ月連続で前年実績を下回った。前年割れが2カ月以上続くのは、リーマン・ショックがあった08年～09年の時期以来。当時と違うのは、販売台数の急減が起きていないことだ。フォードとゼネラル・モーターズ(GM)は、ディーラーへの販売奨励金を増やしているにもかかわらず、販売が前月比で減った。調査会社のJDパワーによると、業界平均の9月の奨励金は1台あたり3923ドル(約40万円)と過去最高だった08年12月の3753ドルを超えた。それでも販売が伸びないのは、車の買い替え需要が一服したためとみられている。

(14)米国では雇用と消費の好循環が続くと想定



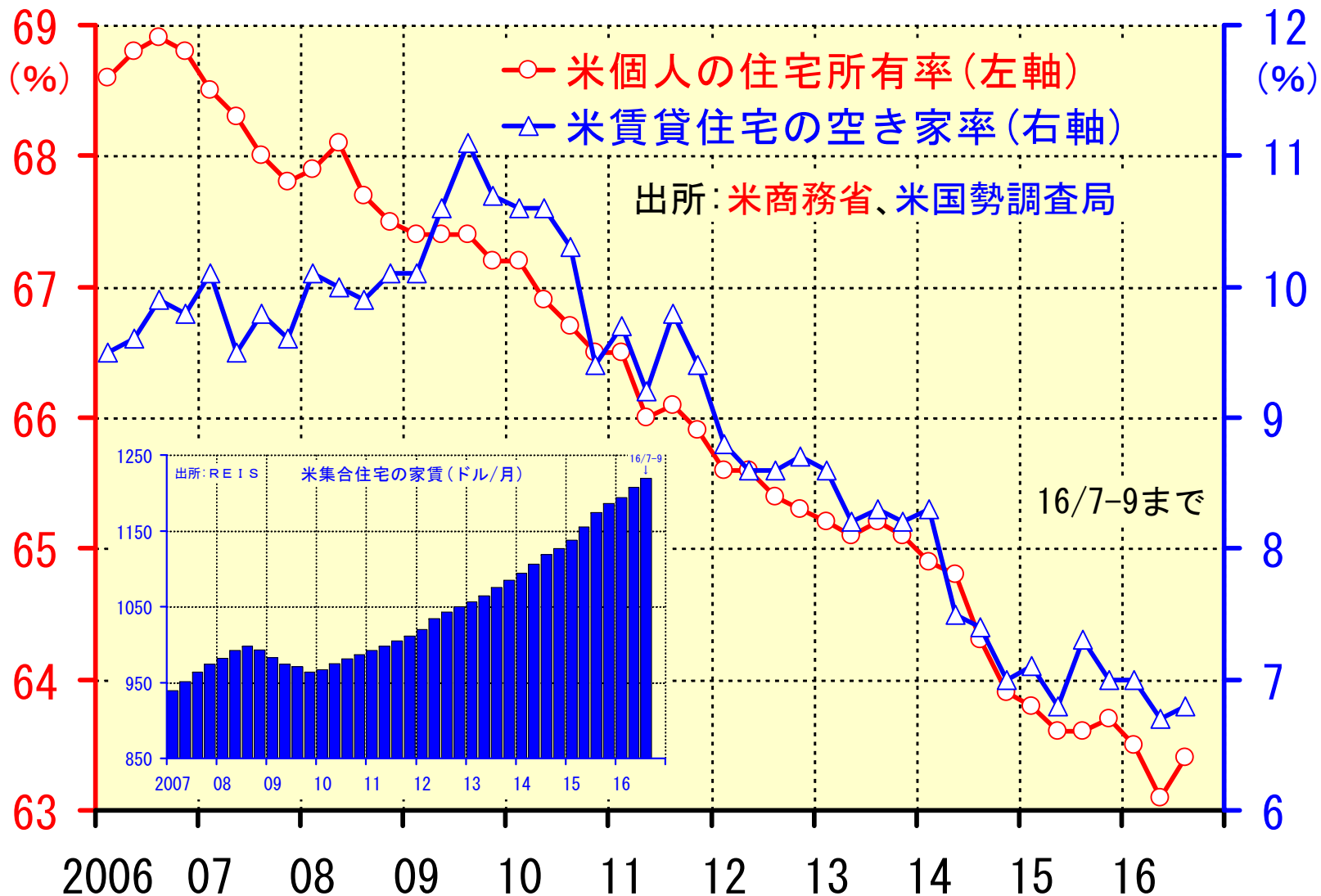
米商務省が10月31日に発表した9月の個人所得・消費支出統計は、消費が前月比0.5%増となった。市場予想は0.4%増だった。自動車の購入が増えたほか、物価も安定的に上昇しており、FRBによる12月の利上げへの期待が強まりそうだ。GDPの約70%を占める個人消費は、9月の増加により堅調な形で第3・四半期から現行の第4・四半期へと移行した。今回の個人消費支出は10月28日に発表された第3・四半期のGDPにも反映されている。個人消費は第2・四半期に年率4.3%の増加となった後、第3・四半期の個人消費は2.1%の伸びにとどまった。

(15)米国の住宅販売市場では在庫不足が深刻になりつつある



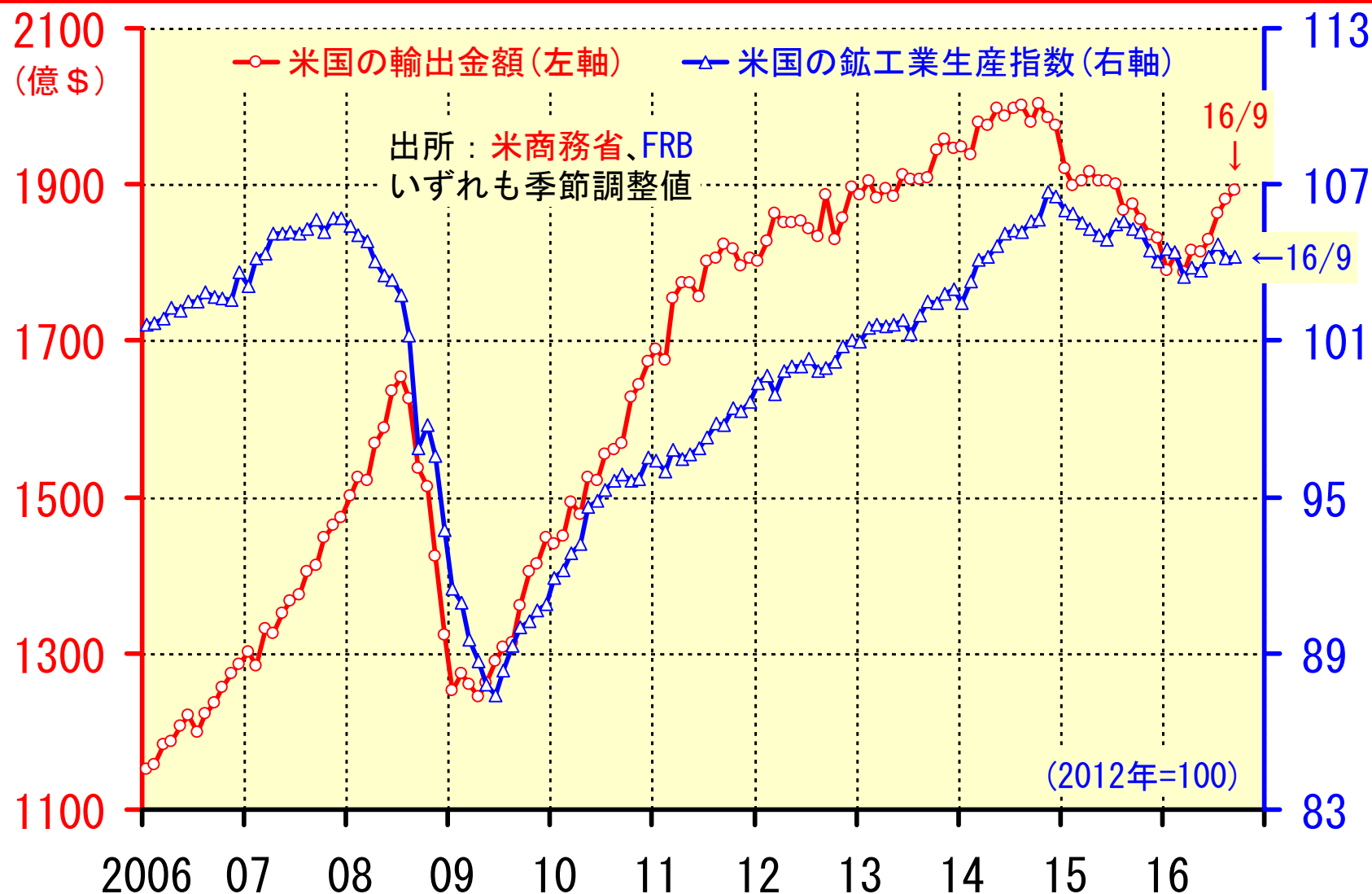
9月の米住宅建設業者の景況感を示す指数は前月から上昇し、11カ月ぶりの高水準をつけた。全米ホームビルダー協会 (NAHB) とウェルズ・ファーゴが9月19日に発表した住宅市場指数は65と、前月の59から上昇。ブルームバーグがまとめたエコノミスト予想は60。同指数で50を上回ると住宅建設業者の多くが現況を「良い」とみていることを示す。一戸建て販売の現況指数は前月から6ポイント上昇して71。向こう6カ月の販売見通しは11カ月ぶりの高水準となる71。前月は66だった。購買見込み客指数は48と前月の44から上昇した。NAHBのチーフエコノミスト、ロバート・ディエツ氏は発表文で、「**新築**と**中古住宅**の在庫がひっ迫した状態で、建設業者は建てた分だけ売れるとの自信を抱いている」と述べた。

(16)住宅市場の回復余地は大きいと考えられる



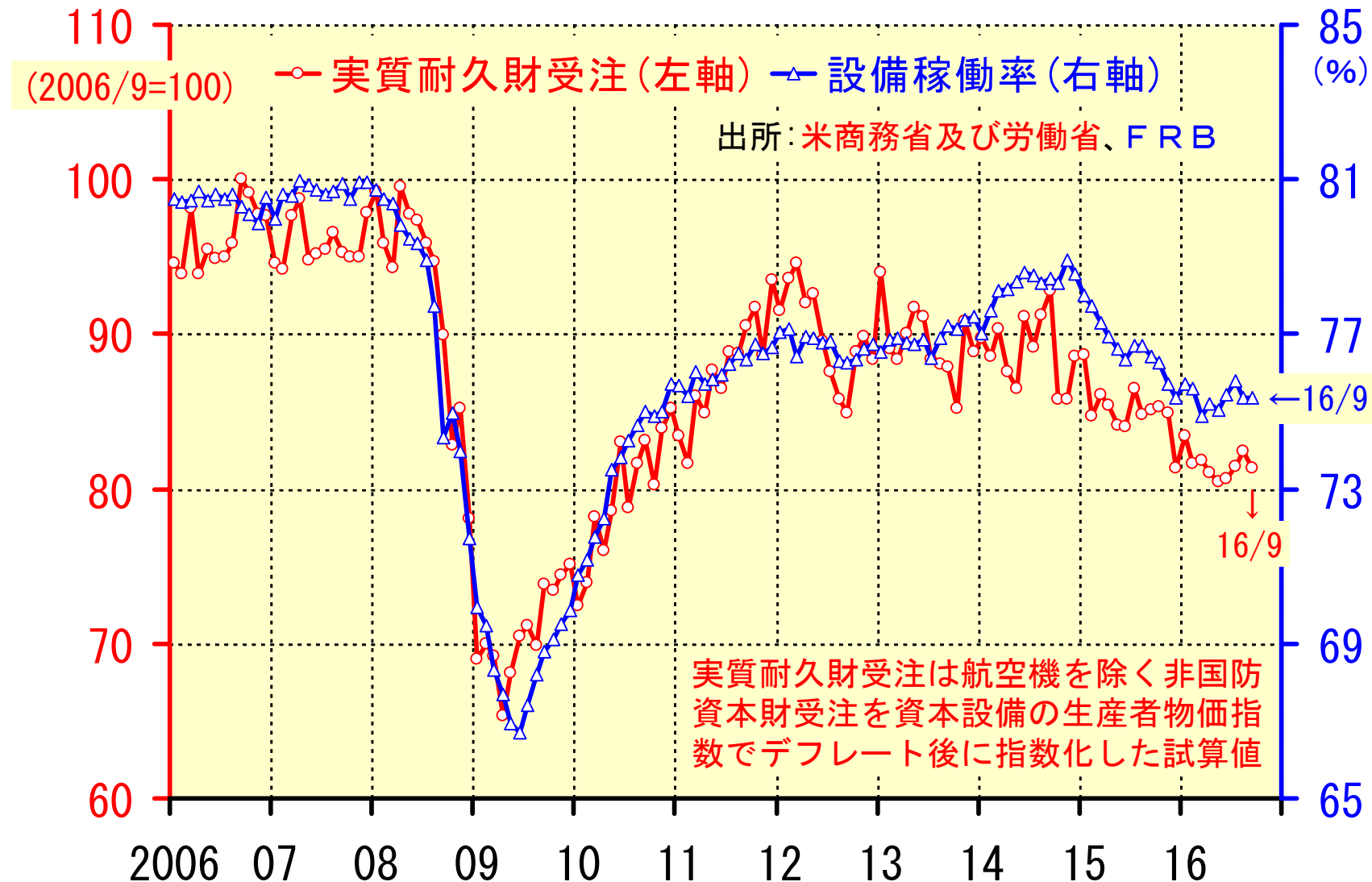
米国勢調査局の7月28日発表によると、今年第2四半期の持ち家比率は2四半期連続で低下し62.9%と、1965年以来で最低となった。第1四半期は63.5%だった。持ち家比率のピークは2004年の6月に記録した69.2%だった。

(17)輸出や生産にも回復の兆し



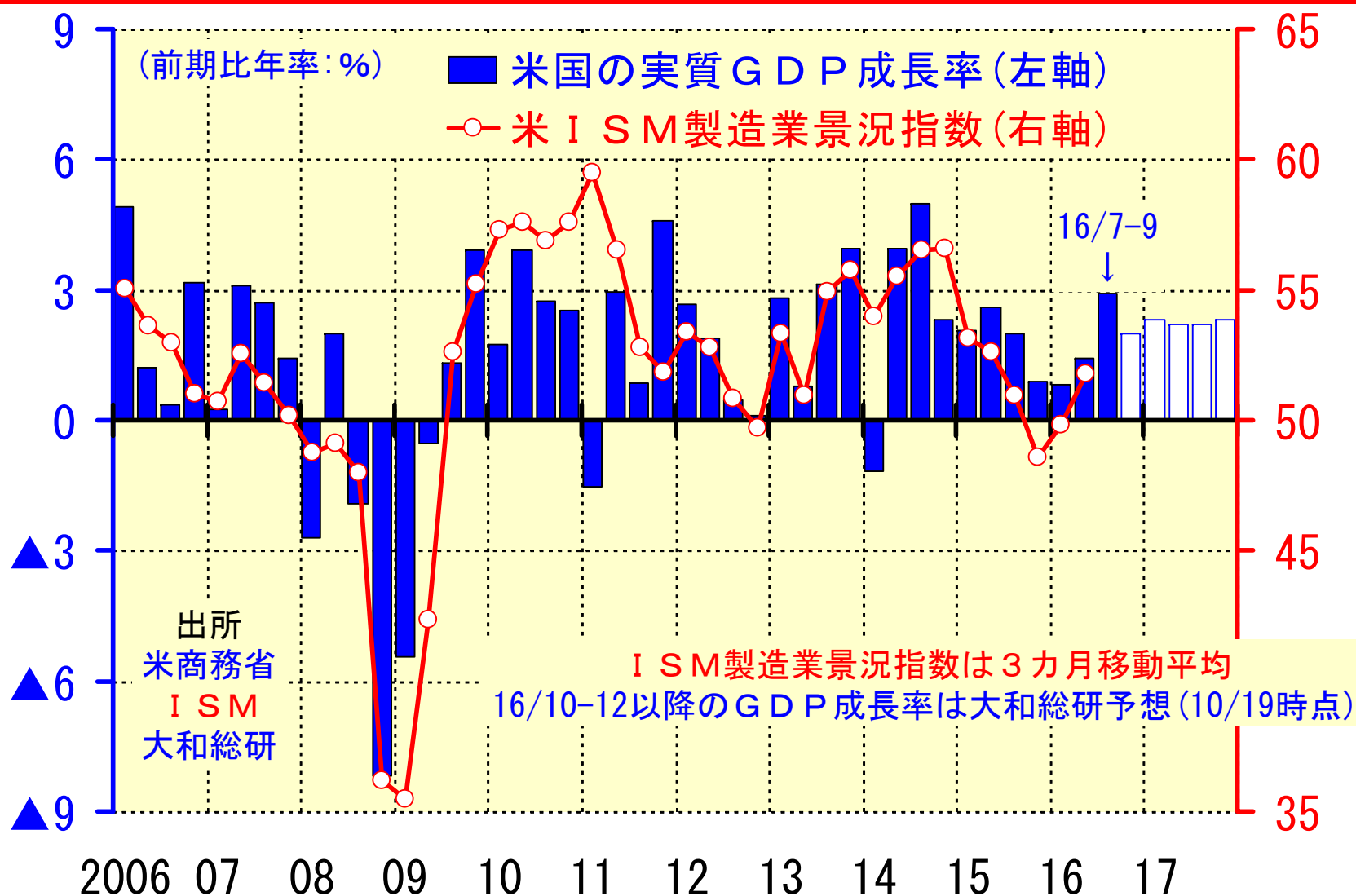
米商務省が11月4日に発表した9月の貿易収支の赤字は、前月比9.9%減の364億4000万ドルと昨年2月以来1年7カ月ぶりの低水準になった。輸出の拡大が赤字額の縮小に貢献する一方、輸入の落ち込みは国内需要の減速を示唆している。9月の貿易収支の内容は第3四半期のGDPに反映されている。貿易はGDPを0.83%ポイント押し上げた。9月の輸出は0.6%増の1891億9500万ドルで、昨年7月以来の高水準となった。産業用資材・原料や消費財の輸出が好調だった。産業用資材・原料の輸出は昨年8月以来、消費財は1年ぶりの高い水準を記録した。第3・四半期の米経済を大きく押し上げた大豆の輸出は9月は減少した。2014年6月から昨年12月にかけて、ドルが米国の主要貿易相手国の通貨に対して上昇を続けたことで、輸出は依然抑制されている。

(18)設備投資の先行指標にも回復の兆し



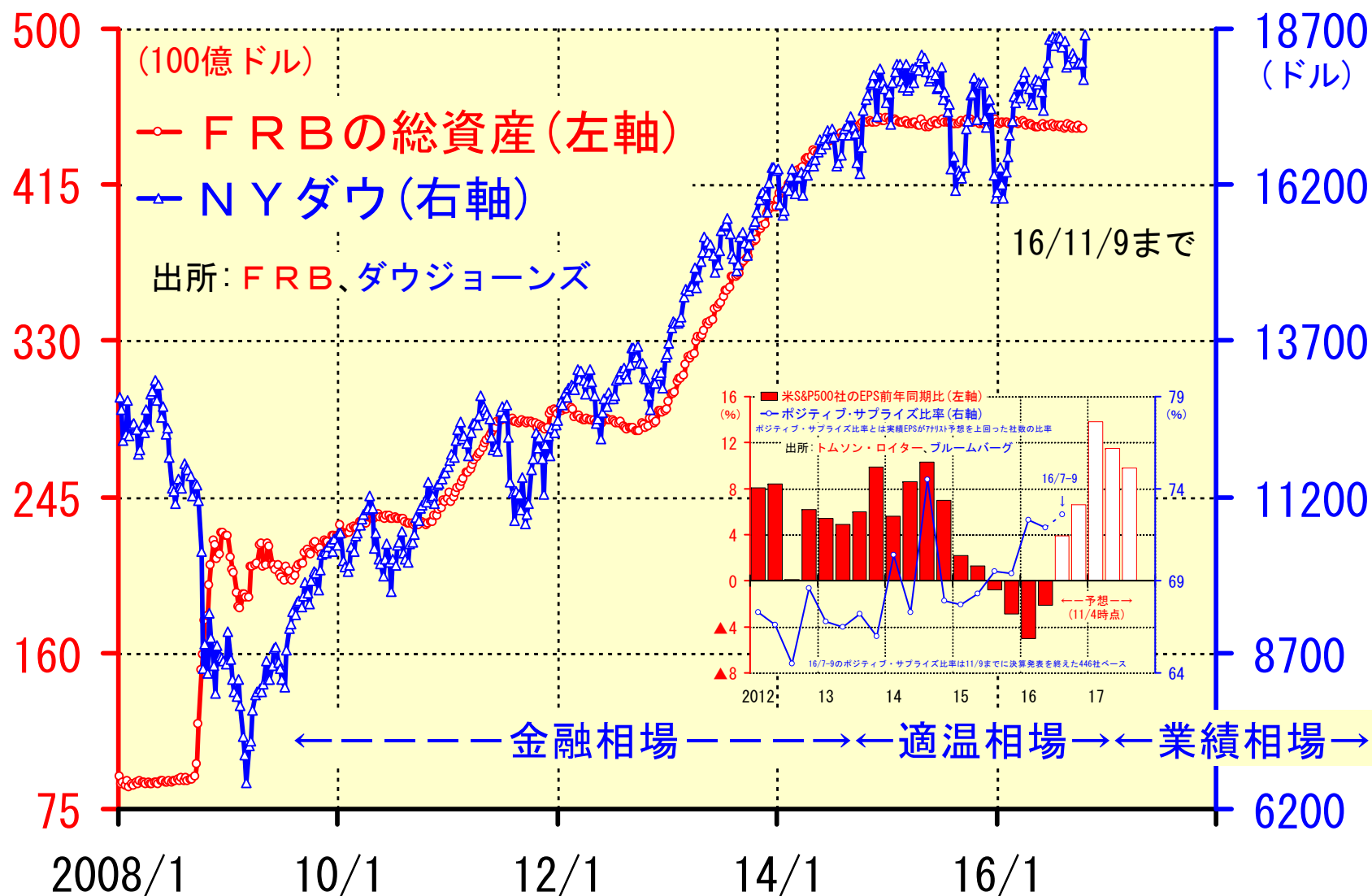
米商務省が10月27日に発表した9月の耐久財受注は、非国防資本財から航空機を除いたコア受注が前月比1.2%減った。市場予想は0.3%増だった。民間設備投資の先行指標とされるコア資本財の受注は前月まで3カ月連続で力強く増加していた。8月の数字は0.9%増から1.2%増に上方修正された。全体としての企業支出は第2・四半期にやや持ち直したものの、設備投資は2015年後半以降、抑制された状態が続いている。ドル高と原油安で企業収益が圧迫され、予算削減を強いられていることが背景にある。ドル高がピークを越え、石油や天然ガスの採掘活動もここ数カ月は上向いていることから、設備投資の最悪期は過ぎたと慎重ながら前向きに捉える見方もある。ただ、回復はいずれにしても緩やかなものとなる見込みだ。

(19)米7-9月期のGDP成長率は回復した

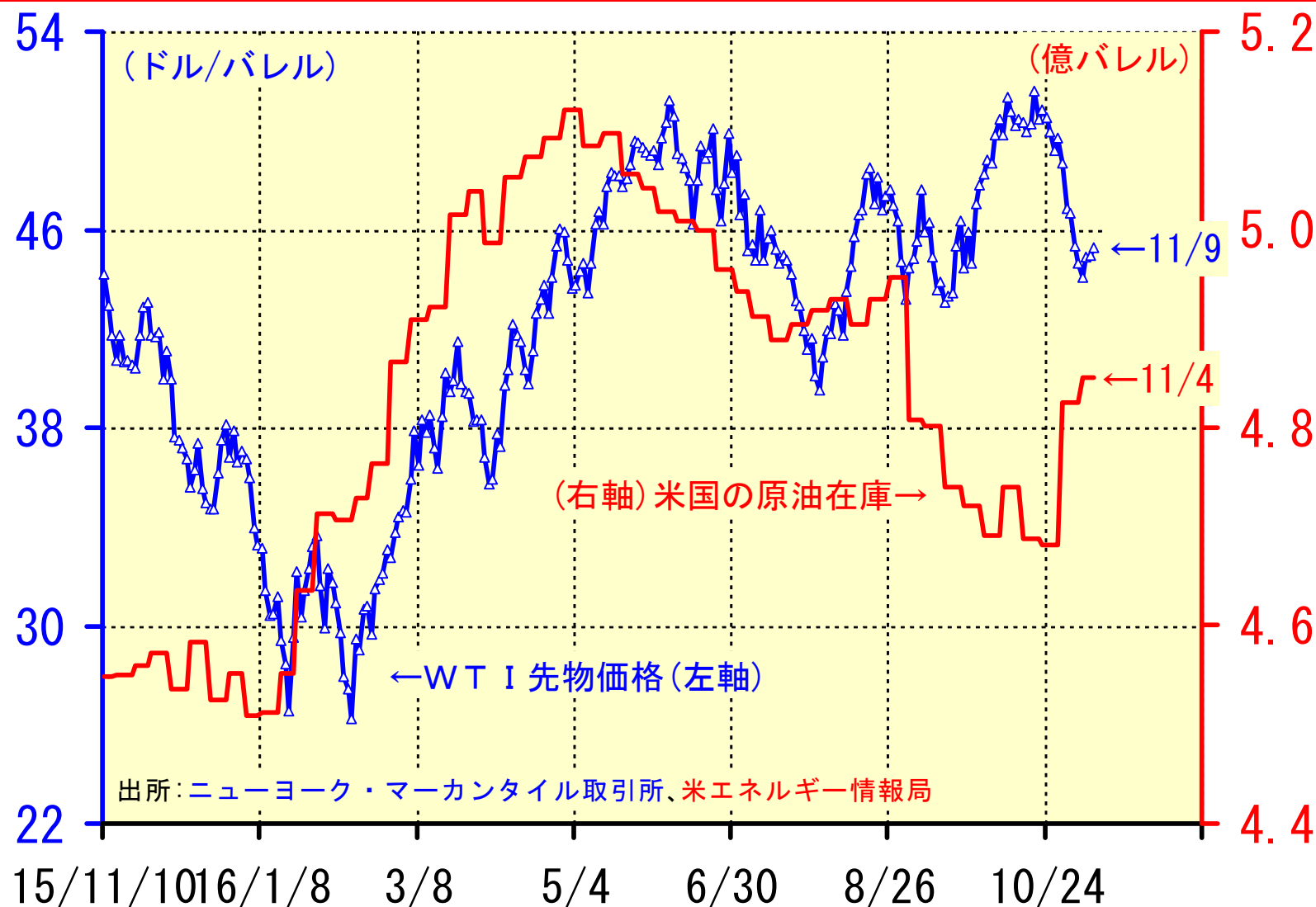


米商務省が公表した第3・四半期のGDP速報値は、年率換算で前期比2.9%増と、2014年第3・四半期以来2年ぶりの高水準だった。伸びは第2・四半期の1.4%から加速し、市場予想の2.5%も上回った。輸出が大きく増えたほか、在庫投資も持ち直し、個人消費の減速を補った。個人消費支出は2.1%増。第2・四半期の4.3%増からはペースが鈍ったが、引き続き経済を支援した。輸出は10%増と、2013年第4・四半期以来の大幅な伸びとなった。在庫投資は126億ドル増え、GDPへの寄与度は0.61ポイントとなった。石油・ガス油井を含む非居住構造物への投資は5.4%増と、伸びは2014年第2・四半期以来の大きさを記録した。第2・四半期は2.1%減だった。企業の機器投資は2.7%減と、4四半期連続の落ち込みとなった。ただ、マイナス幅は縮小している。 19

(20)米国市場は「適温相場」から「業績相場」へ

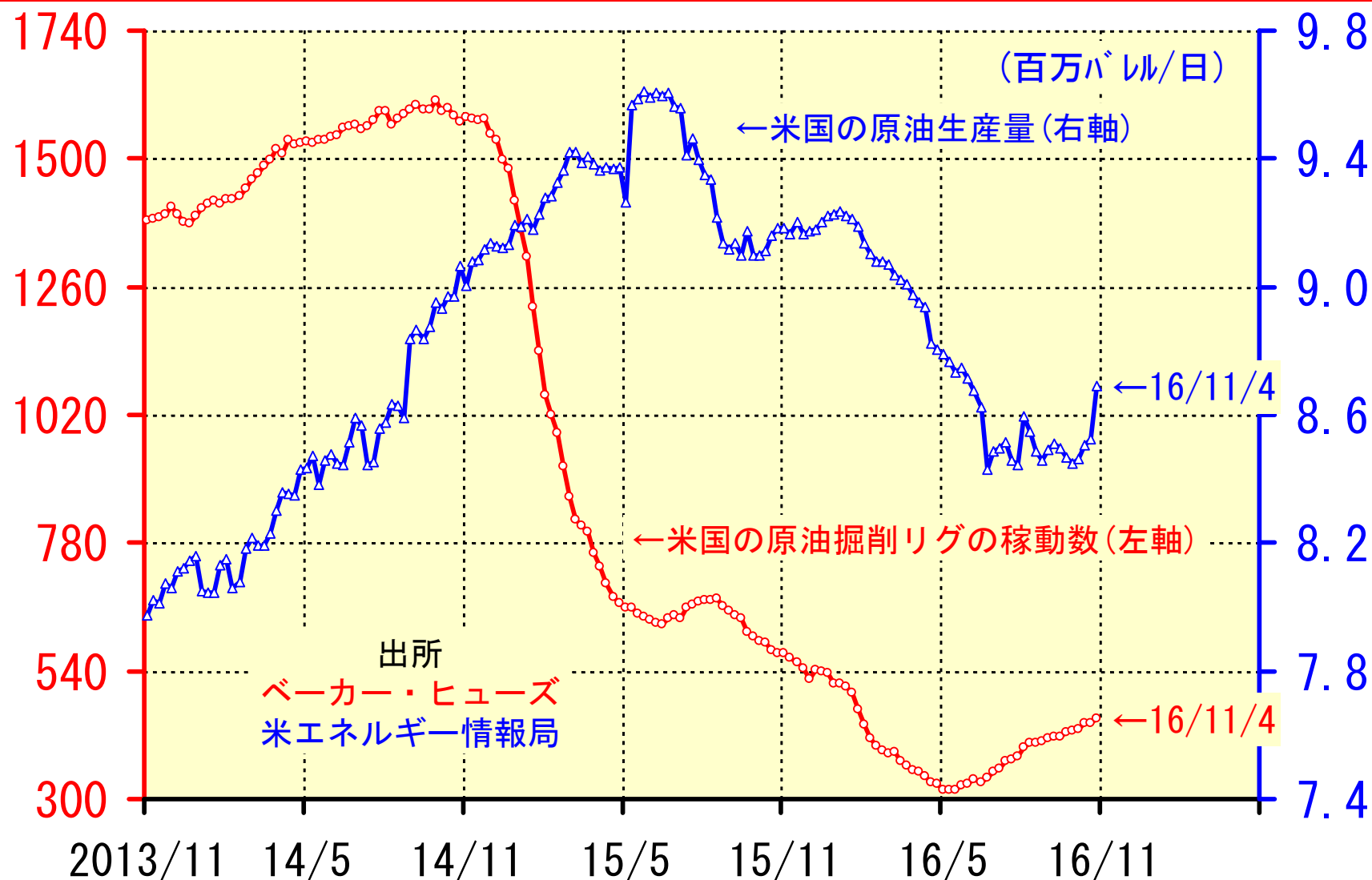


(21)OPECは8年ぶりに減産合意したが・・・



OPECは10月28日にウィーンの本部で加盟14カ国の専門家らで構成する委員会を開き、9月にアルジェリアで開いた臨時総会で合意した減産の具体策を協議した。生産量割り当てを巡りイランとイラクが譲らず、結論を持ち越した。11月に再び協議する予定で、11月30日に開く総会までの生産割当枠組みの合意を目指す。委員会は約11時間に及ぶ長丁場の末、散会した。協議が難航したのはイランとイラクが協調に消極的だったためだ。参加者からは「前向きな会合だった」との見方もあったが、イラン代表は「協議はまだ終わっていない」と述べた。米欧の経済制裁前の水準まで生産量の引き上げを目指すイランに対して、一部の加盟国は増産を凍結するよう求めたもよう。イラクも過激派組織「イスラム国」との戦闘に伴う財政悪化を理由に、減産の適用対象からの除外を主張し、利害が一致しなかった。21

(22)米国の石油掘削装置(リグ)の稼働数は増加に転じた



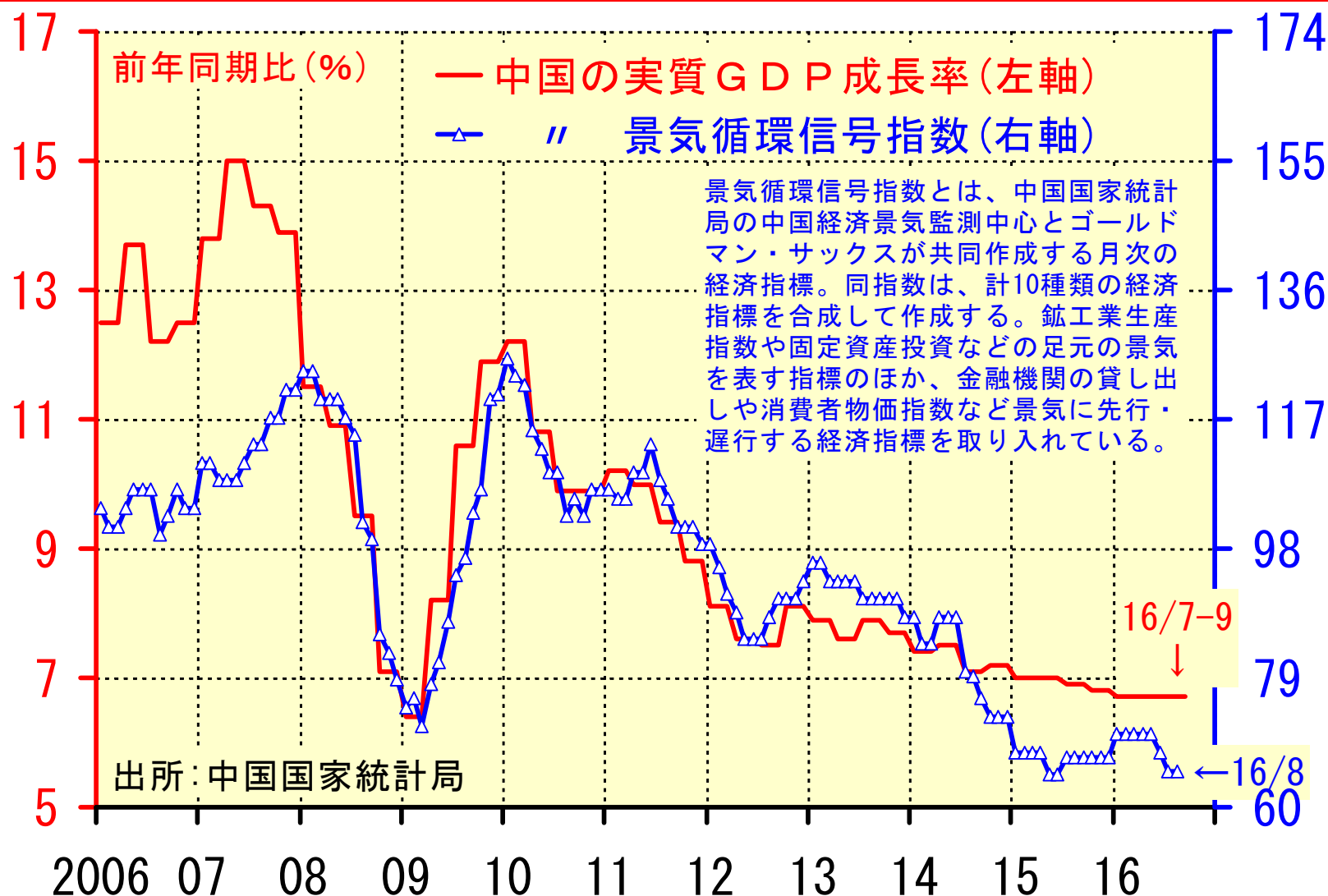
米シェールオイルの生産性向上が続いている。主要鉱区の石油掘削装置(リグ)1基から1日で生産する原油量が、過去2年で2倍前後まで上昇した。原油安が採算上の大きな問題となるなか、IT(情報技術)活用などを通じた生産技術の革新が進んだ。シェールオイルの生産が再び勢いを取り戻せば、減産で合意した産油国の足並みの乱れも招きそうだ。かつて米シェール業界では原油価格でみた採算点が1バレル40~70ドルとされてきたが、現在は30~40ドル台でも安定的に採算がとれる例も出てきた。足元で米国のWTIは1バレル50ドル前後で推移する。底堅く推移する背景にOPECの予想外の減産合意がある。ただ、シェールが増産に転じれば供給過剰が解消されにくくなり、価格の下押し圧力となる。

(23) 人民元相場は1ドル=6.83元に接近



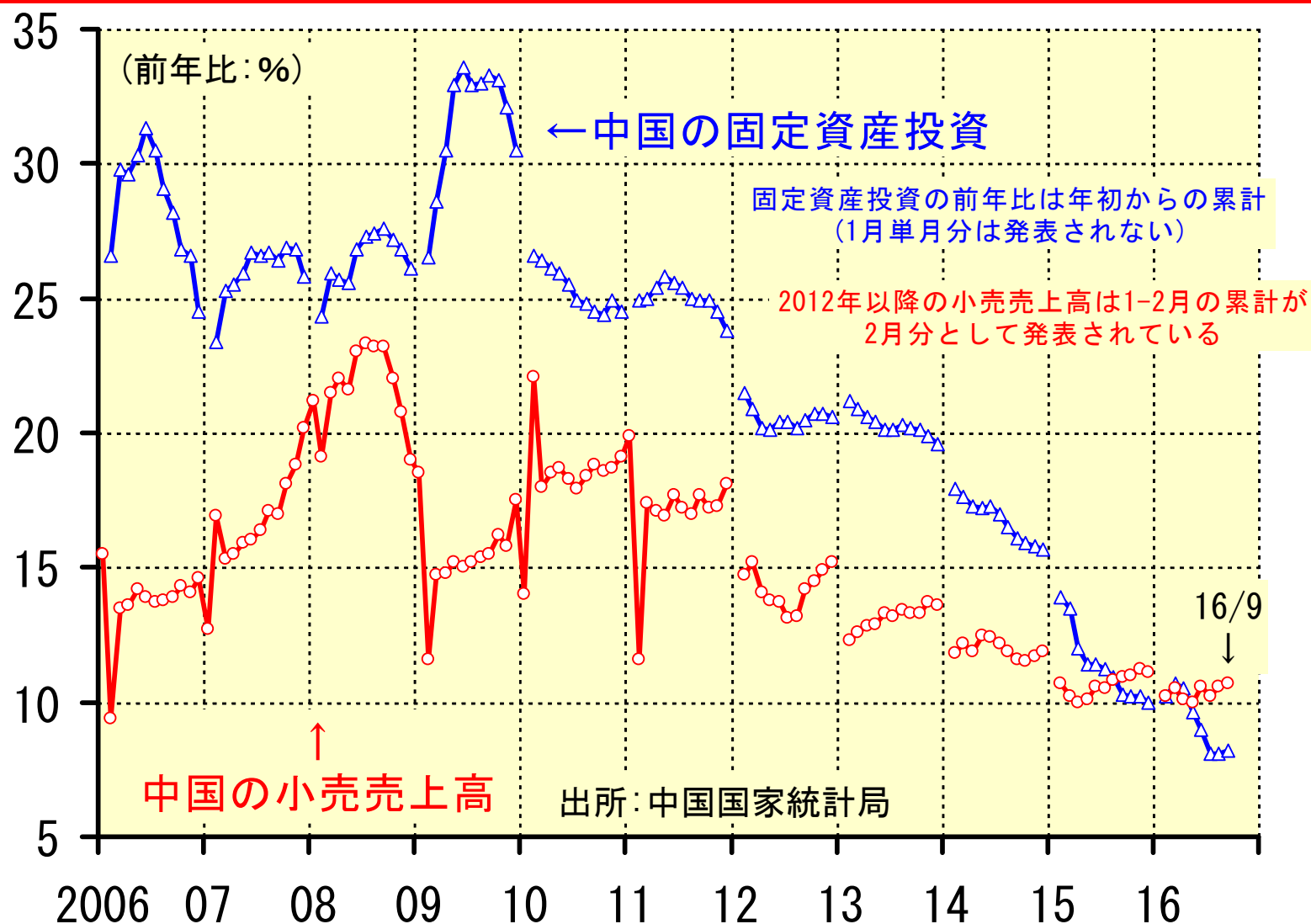
中国の通貨、人民元の米ドルに対する下落が止まらない。それでも中国当局からは元安・ドル高に歯止めをかけようとする動きがまったくみえない。昨年後半から今年初めにかけての元安局面では同時に急速な株安が進んだほか、輸出入を装った資本の国外持ち出しなどあからさまな資金流出が起きた。だが現在の中国株相場は落ち着いており、資本規制の強化により法の網の目をかいくぐったマネー流出も減った。中国景気の減速にも落ち着きの兆しがみられる。中国当局はどこまで元安が進んだら「音無しの構え」を解くのか。多くの市場参加者の念頭にあるのが米金融危機直後の固定レートである1ドル=6.83元という水準だ。

(24)中国のGDP成長率は今年に入ってから下げ止まっている



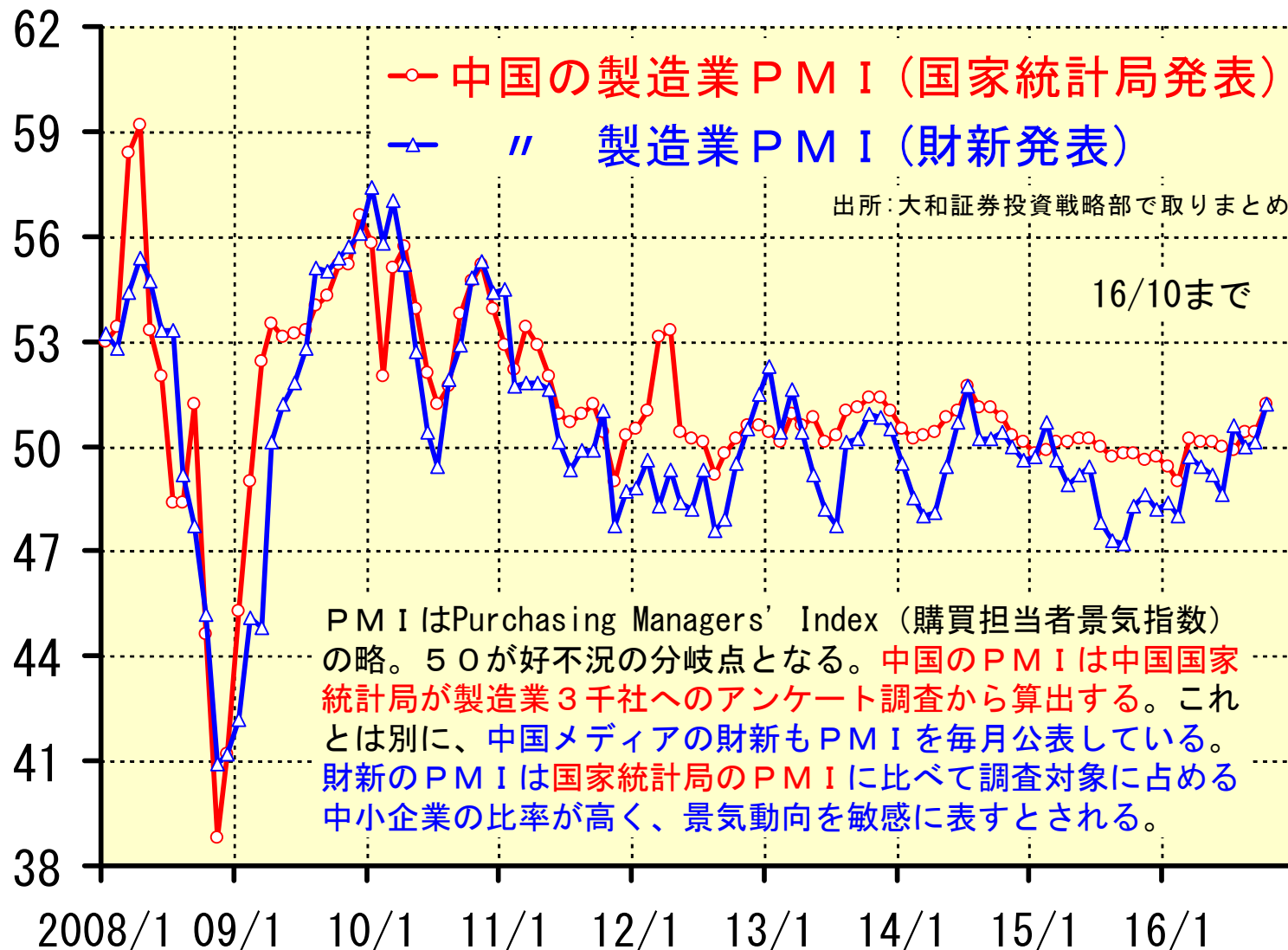
中国の2016年7～9月期の実質GDPは前年同期比6.7%増だった。成長率は1～3月期から3期連続で同じ水準で、減速が続いた中国经济は表面上は安定している。ただ中国经济は、成長率の落ち込みを是が非でも避けたい習近平指導部によって無理に支えられた面が大きい。まず公共投資を軸とした財政出動。1～9月の投資は国有企業が前年同期比で21.1%増え、インフラ投資も19.4%増だった。減税も大盤振る舞い。5月から年8兆円規模の企業減税を始めた。年末までの小型車減税で車の駆け込み需要が盛り上がる。生産、消費ともに車がかさ上げする。不動産への依存も目立つ。統計局によると1～9月の成長率への不動産業の寄与度は8%。マンションやオフィス販売は1～9月に41.3%増え、北京や上海など大都市では取引が過熱気味だ。

(25)投資主導から消費主導への転換は道半ばだが・・



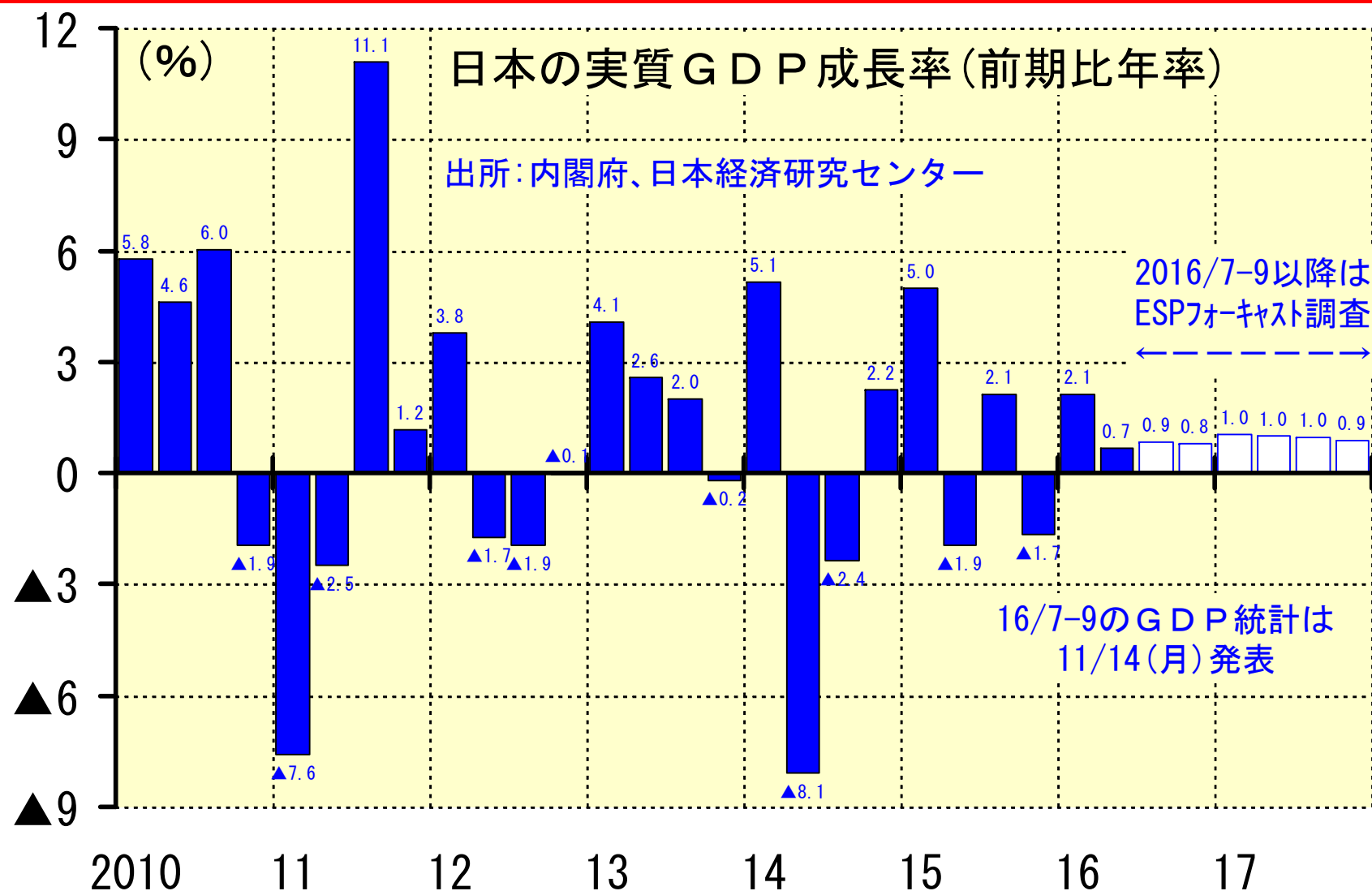
中国の習近平指導部は持続的な安定成長をめざし、過剰な生産設備の削減など5つの構造改革に挑んでいる。習氏が「供給側(サプライサイド)改革」と呼ぶのは過剰設備、過剰債務、不動産在庫の削減に加え、企業コストの抑制、有効供給の拡大の5つ。5月には共産党機関紙・人民日報の1面に「権威人士」という匿名の人物のインタビューが掲載され「バラマキで経済にカンフル剤を打つのは避けるべきだ」「高いレバレッジ(借入比率)で市場のリスクが上がっている」「構造改革は負けられない戦争」などと改革優先を訴えた。習氏に極めて近い人物の意向が反映されたとの見方が多い。習指導部内には「改革を急げば景気が腰折れしかねない」「規制緩和や創業促進をもっと打ち出すべきだ」との意見もあったもようだが、記事が出る少し前に「構造改革優先」で統一したとされる。

(26)10月の製造業PMIは2年3カ月ぶりの高水準に



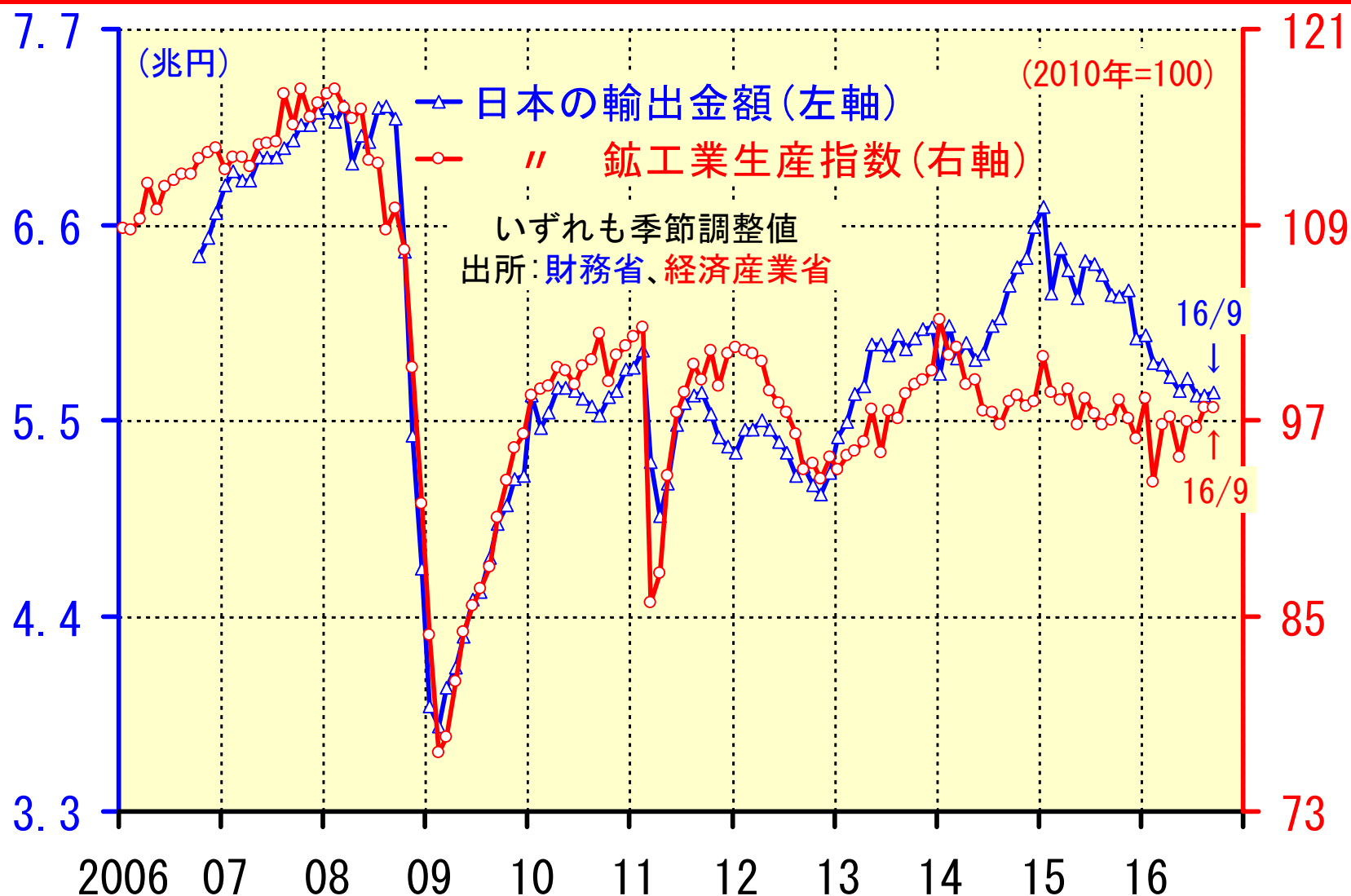
中国国家統計局と中国物流購入連合会が11月1日に発表した10月の製造業購買担当者景気指数(PMI)は51.2となり、景気判断の節目となる50を3カ月連続で上回った。前月より0.8ポイント上昇し、2014年7月以来、2年3カ月ぶり高水準。スマートフォンや自動車の生産が好調なほか、不振だった鉄鋼も価格上昇で景況感が改善した。ただ、改善は公共投資拡大、大型減税など政策が押し上げた面が大きい。過熱気味の不動産販売も波及した。政策効果がはげ落ち、不動産バブルが一服すれば製造業の景況感も再び悪化する恐れがある。中国メディアの財新と調査会社IHSマークイットが11月1日に発表した10月の製造業購買担当者景気指数(PMI)も51.2と景気判断の節目となる50を超えた。

(27)日本の4-6月期のGDPは2期連続増加したが・・



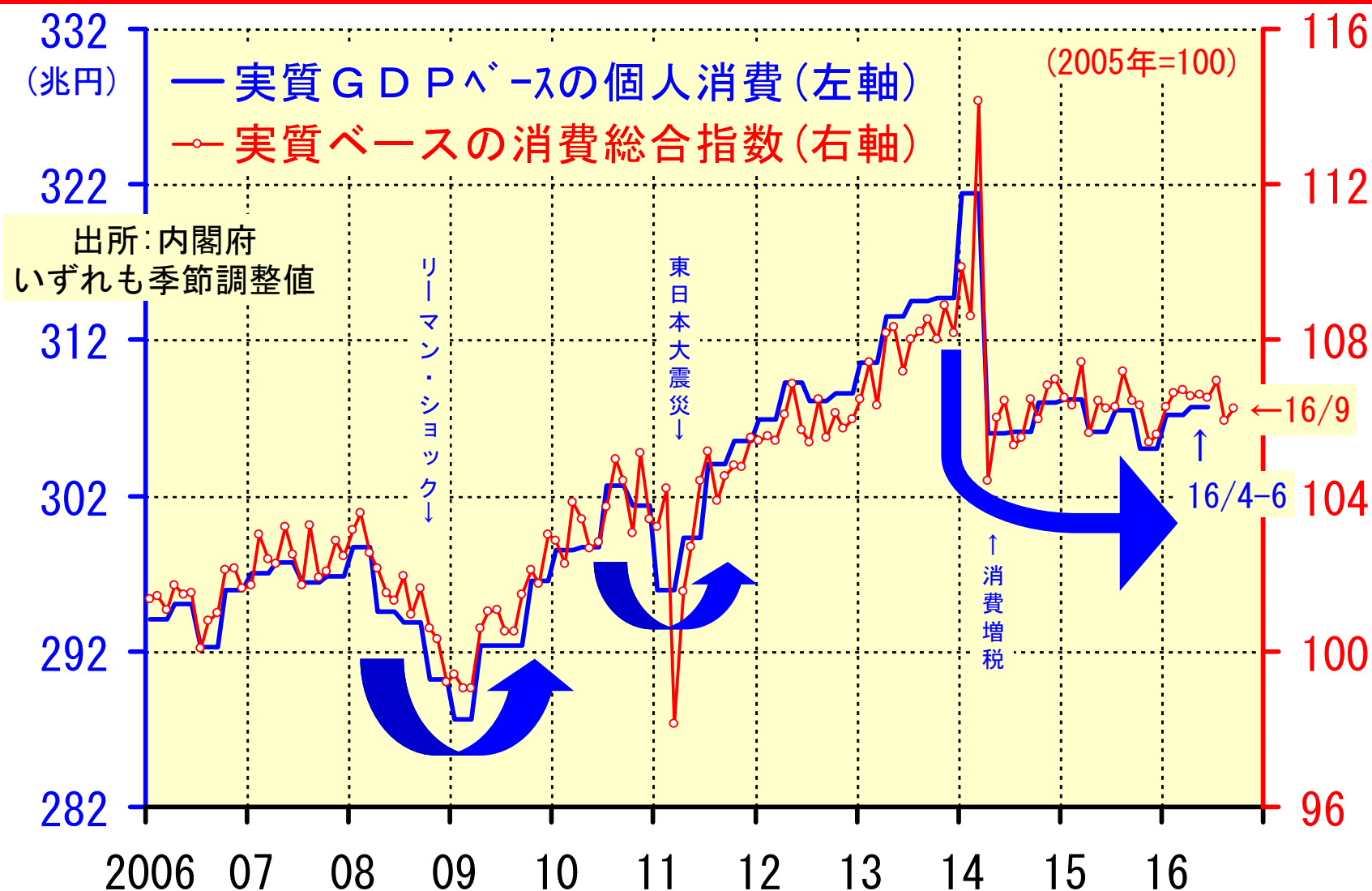
IMFは10月4日に発表した最新の経済見通しで、2016年の世界の成長率見通しを3.1%とし、今年7月の予測を据え置いた。17年は3.4%に上向くものの「不確実性が高く、低成長が続く懸念がある」とした。日本は16年が0.5%、17年は0.6%に上方修正したが、消費増税の延期などが主因で「成長力は引き続き弱い」と指摘した。米国は0.6ポイントの大幅な引き下げとなり、先行き不安が設備投資を下押ししていると懸念した。日本は消費増税の延期や経済対策で成長率見通しを上方修正した。ただ「中期的には人口減が経済成長を抑制する」と懸念を表明。日銀が掲げる物価上昇率2%の目標達成を後押しするため、企業に賃上げを促す所得政策の拡充を求めた。消費税率の段階的な引き上げも課題に挙げた。

(28)輸出や生産の回復は遅れており・・・



財務省が10月24日に発表した2016年4～9月期の貿易統計は、輸出額から輸入額を差し引いた貿易収支が2兆4580億円の黒字だった。黒字は2半期連続で、黒字幅は東日本大震災前の10年9月～11年3月期(2兆6億円)を上回った。原油安と円高を背景に輸入額が大きく減少。輸出も新興国向けの自動車や鉄鋼が振るわなかった。輸出額は前年同期比9.9%減の34兆209億円で、2半期連続の減少となった。原油安に伴う中東経済の低迷や、現地生産への移管で自動車の輸出が7.7%減った。世界的な過剰生産の影響で市況が悪化しており、鉄鋼はアジア向けの不振で24.0%減、パラキシレンなど有機化合物は24.7%減となった。通関ベースの為替レートは1ドル＝106円14銭と前年同期と比べ12.8%円高が進んだことも輸出額を押し下げる要因となった。輸出数量は0.2%減の微減だった。 28

(29)増税後の個人消費は低迷が続いている



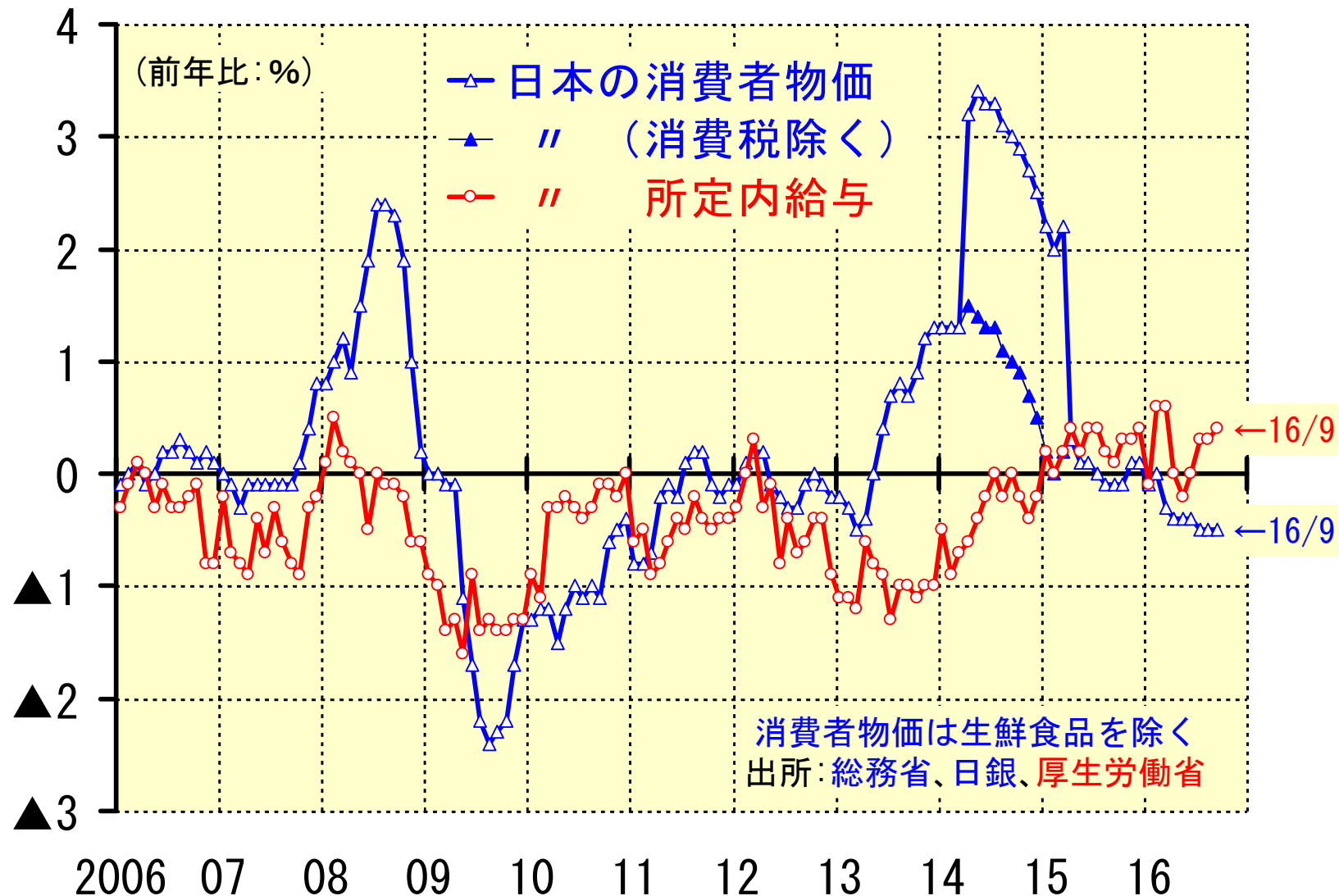
9月の失業率は2カ月ぶりに低下し、7月に記録した95年5月以来の水準に並んだ。働き始める女性が増えたことが改善につながった。パートやアルバイトの時給が1000円を超えるなど雇用改善の明るい面も出ている。しかし6割を占める正社員の賃金上昇は緩やかなため、消費への波及力は弱いまだ。総務省の9月の家計調査によると、2人以上の世帯の1世帯あたり消費支出は26万7119円で、物価変動の影響を除いた実質で前年同月比2.1%減だった。7カ月連続の減少となる。うるう年の影響を調整すると、1年1カ月連続の減少だ。台風など悪天候や気温が高かった面に加え、根強い消費者の節約志向が影響した。品目別にみると、秋物衣料が不振だった被服および履物が13.6%減、外食は4.7%減だった。

(30)有効求人倍率は25年1カ月ぶりの高水準だが・・



厚生労働省が10月28日に発表した9月の有効求人倍率(季節調整値)は前月に比べ0.01ポイント上昇し1.38倍となり、1991年8月以来25年1カ月ぶりの高水準となった。総務省発表の完全失業率(同)も3.0%と前月から0.1ポイント改善した。ただ雇用の改善は非正規が中心で、業種的な偏りもある。賃金の上昇は依然として緩やかで、消費改善への波及力は乏しく、物価の下落も続く。有効求人倍率は全国のアパートメントで仕事を探す人1人あたり何件の求人があるかを示す。9月は3カ月ぶりに上昇した。パートタイム労働者(4カ月以上継続)の求人倍率は1.47倍と正社員の0.89倍を大きく上回っている。

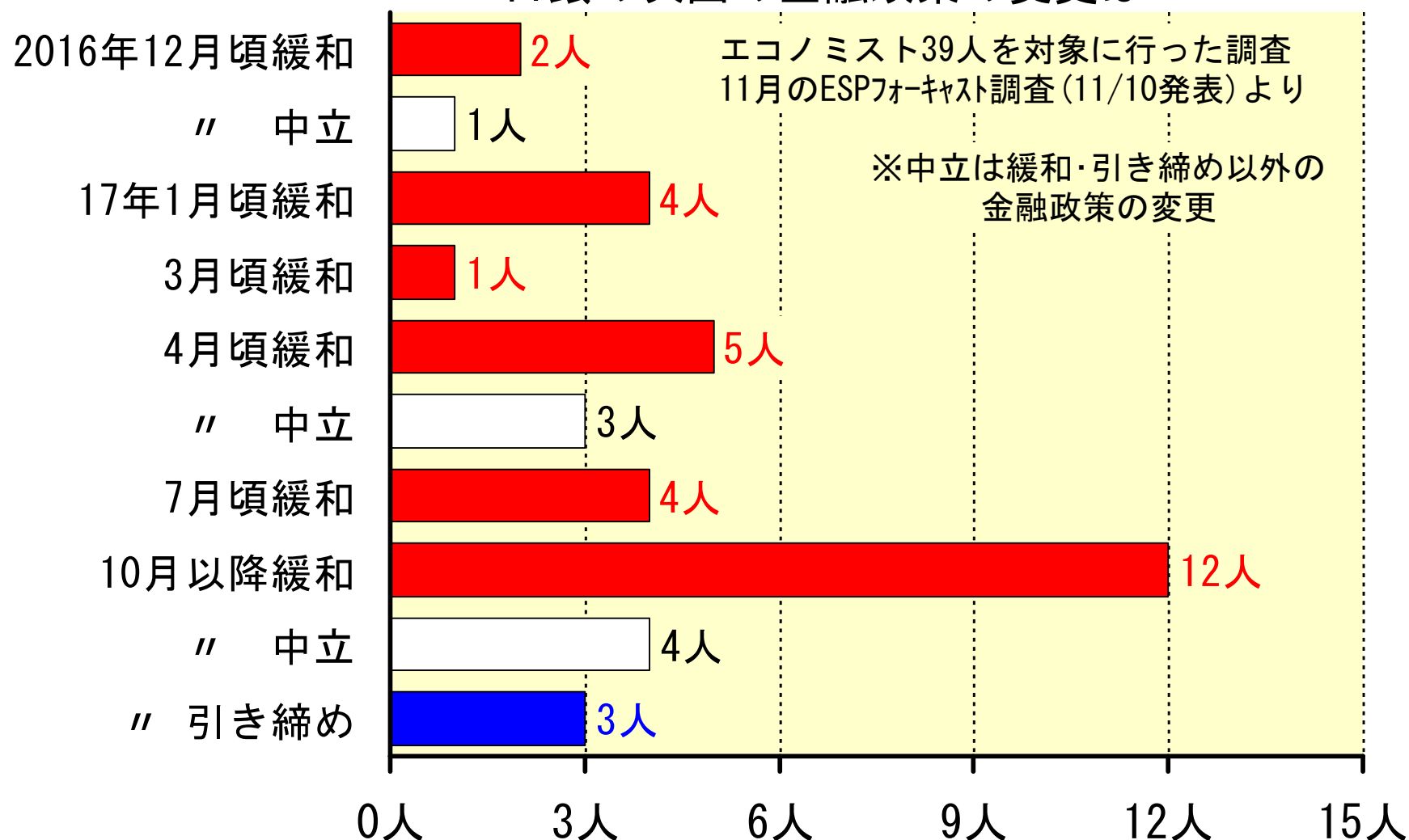
(31)物価上昇率は引き続き低迷しているので・・



総務省が10月28日に発表した9月の全国消費者物価指数(CPI)は、食料(酒類を除く)とエネルギーを除く総合指数で前年同月横ばいとなった。2013年9月以来3年ぶりの騰落率だ。原油安の直接的な影響などを取り除いた基調的な指数でみても、消費不振などを背景に、物価の低迷が鮮明になっている。生鮮食品を除く全国の9月の総合指数は0.5%の下落だった。先行きは原油価格の持ち直しをうけ、マイナス幅を少しずつ縮めて、17年に入ってからプラスに転換するとの見方が多い。ただ円高による輸入品価格の押し下げや家計の低価格志向が続けば、一本調子での物価上昇も見込みにくい。「物価が先行き上昇していく」との見込みが増えそうにないなか、連合が17年の春季労使交渉で要求する方針の「2%程度のベア」へのハードルはなお険しい。

(32)日銀の追加緩和観測が続く可能性も？

日銀の次回の金融政策の変更は？



日銀の黒田東彦総裁は11月1日の金融政策決定会合後の記者会見で、人びとに染みついたデフレ心理の払拭が「そう簡単にできない」と率直に認めた。物価2%目標の達成時期を「2018年度ごろ」に先送りしたが、実現のメドが立っているわけではない。「金融政策だけでなく、財政政策や構造改革が必要だ」。総裁が力を込めたのは、金融政策だけで経済の持続的な成長を実現するのは難しいとの考えだ。今回の日銀の決定に金融市場はほとんど反応しなかった。総裁が「サプライズ」の演出を優先する路線から、市場との対話を重視する姿勢に転じ、決定会合の前に金融政策の現状維持を強く示唆していたためだ。「必要なことは何でもやる」。総裁は追加緩和の可能性を否定しなかった。しかし、任期中にできることが限られてきたのは明らかだ。

(33)今年度の企業業績は増益を維持できるか？

3月期決算企業の集計状況

(8月15日までに4-6月期の決算発表を終えた1571社)

	売上高	経常利益	純利益
2016/4-6	▲5.7%	▲16.7%	▲20.5%
2017/3(予)	▲1.6%	▲0.5%	8.9%



(11月9日までの発表分累計、対象企業の73.4%が開示)

	売上高	経常利益	純利益
2016/4-9	▲6.9%	▲14.2%	▲13.1%
2017/3(予)	▲4.4%	▲5.4%	3.8%

(注)対象は全国上場の金融を除く3月本決算会社
ジャスダック、マザーズ、上場子会社、決算期変更を除く
原則連結ベース

(出所)日本経済新聞

(34)日本株のPERは米国株に比べれば割安

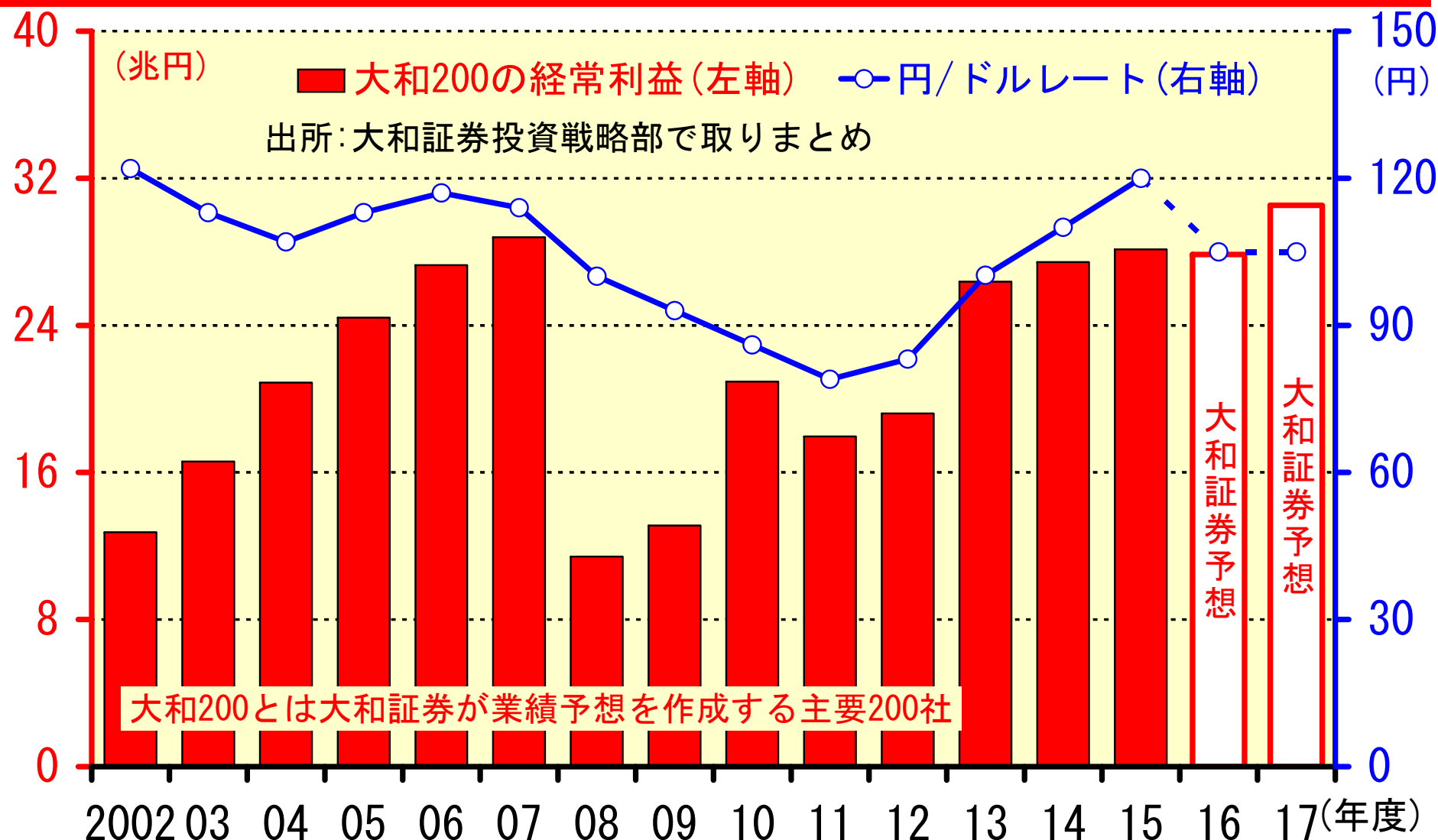
主要国上場企業の業績予想とPER及びPBR

2016/11/2 時点	売上高		EPS(1株当り利益)		PER	PBR
	伸率[%]	変化[%] (1カ月前比)	伸率[%]	変化[%] (1カ月前比)	[倍]	[倍]
日本	0.7	▲ 0.29	10.2	▲ 0.06	13.5	1.11
米国	5.4	▲ 0.06	10.9	▲ 0.16	16.6	2.55
英国	7.1	0.55	14.4	0.93	14.8	1.68
ドイツ	1.8	▲ 0.23	10.2	▲ 0.41	12.6	1.50
中国	9.8	▲ 0.24	12.9	0.19	12.0	1.41
香港	4.3	0.45	5.9	0.04	16.1	1.15
世界	4.9	▲ 0.11	11.1	▲ 0.07	15.2	1.87

(注) 予想は全てI B E S12ヵ月先予想、国・地域はMSCIベース(ただし日本はTOPIXベース)。

(出所) トムソン・ロイターより大和証券作成

(35)大和200の過去最高益更新は来年度に持ち越し



大和証券は9月8日、2016～17年度の企業業績見通しを発表した。主要200社の16年度の経常利益は前年度比1%減と、増益見込み(2.8%増)だった前回集計(5月末時点)から一転減益に転じた。円高進行で自動車などの収益見込みが悪化した。7月以降の想定為替レートは1ドル＝105円(前回は110円)、1ユーロ＝115円(同125円)と、それぞれ円高方向に見直した。平均為替レートがドルとユーロでともに1円円高に振れた場合、16年度の経常利益を0.5%押し下げる要因になるという。業種別では円高による収益悪化が見込まれる「自動車」「機械」「電機」が減益に寄与する一方、増益方向へ寄与する業種としては、商品市況の改善が見込まれる「総合商社」や「石油」、工事採算が改善している「建設・住設」が並んだ。

(36)円/ドル相場とPERによる日経平均の想定

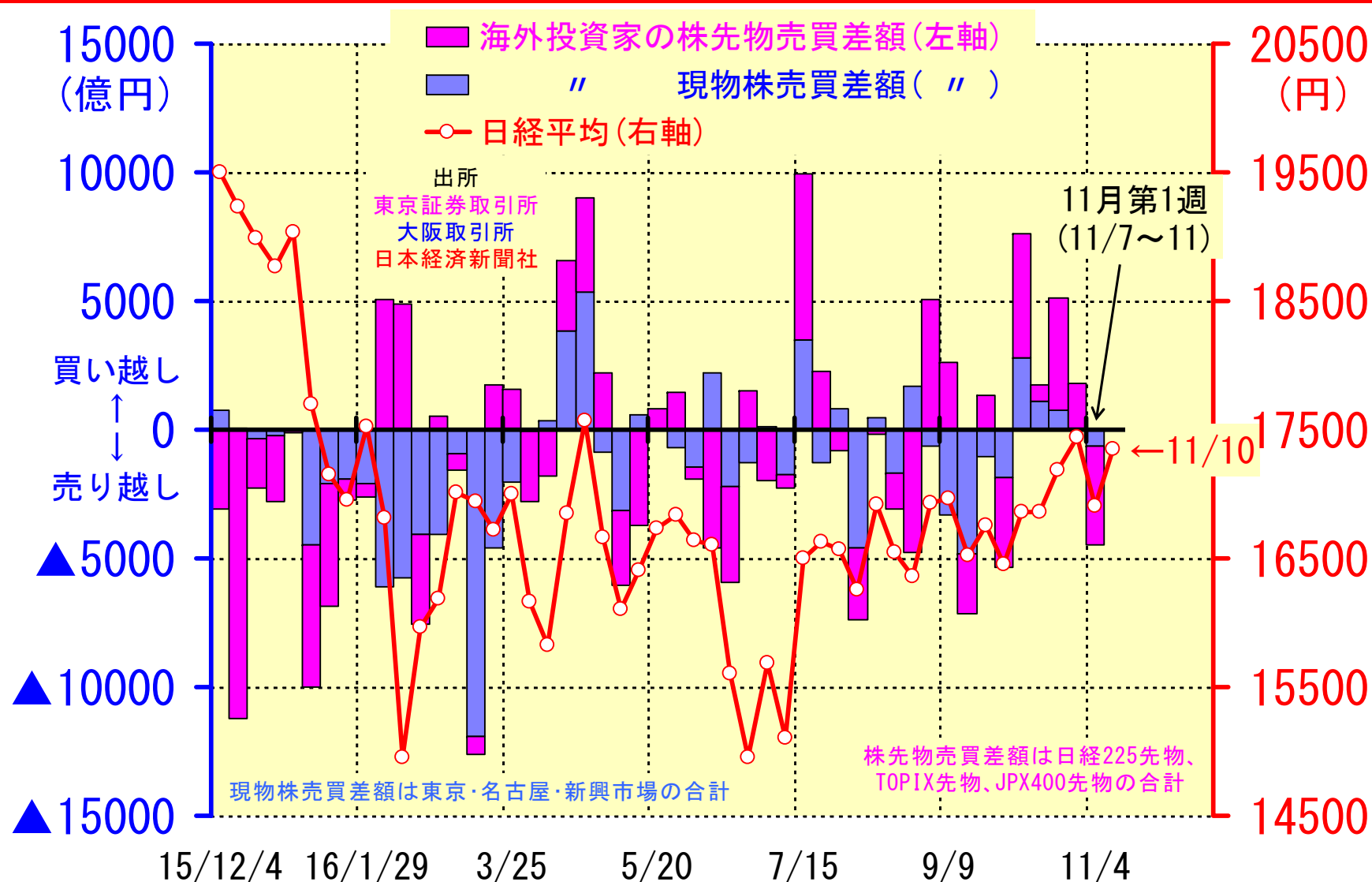
	予想税引利益 増益率[%]		日経平均想定 [円]							
			2016年12月末				2017年3月末			
	2016 年度	2017 年度	PER 13倍	PER 14倍	PER 15倍	PER 16倍	PER 13倍	PER 14倍	PER 15倍	PER 16倍
<u>円高</u> 95円/ドル、 105円/ユーロ	3.7	4.3	15,100	16,200	17,400	18,500	15,200	16,400	17,600	18,700
<u>やや円高</u> 100円/ドル、 110円/ユーロ	6.1	5.2	15,500	16,700	17,900	19,100	15,700	16,900	18,100	19,300
<u>標準シナリオ</u> 105円/ドル、 115円/ユーロ	8.6	6.0	16,000	17,200	18,400	19,700	16,200	17,400	18,700	19,900
<u>やや円安</u> 110円/ドル、 120円/ユーロ	11.0	6.8	16,400	17,700	18,900	20,200	16,700	18,000	19,300	20,500
<u>円安進行</u> 115円/ドル、 125円/ユーロ	13.5	7.6	16,900	18,200	19,500	20,800	17,200	18,500	19,800	21,100

(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8/30時点 (注3) 為替前提は2016年7月以降の前提。

(出所) 大和証券作成

(37)海外投資家の日本株投資は回復するか？



東京証券取引所が発表した9月の海外投資家の地域別売買動向(全国市場ベース)によると、欧州投資家による日本株の売り越しは1兆487億円と3月(1兆2355億円)以来、半年ぶりの高水準だった。北米(810億円)やアジア(1018億円)など全地域で売り越しとなった。海外投資家全体では1兆2331億円の売り越しだった。

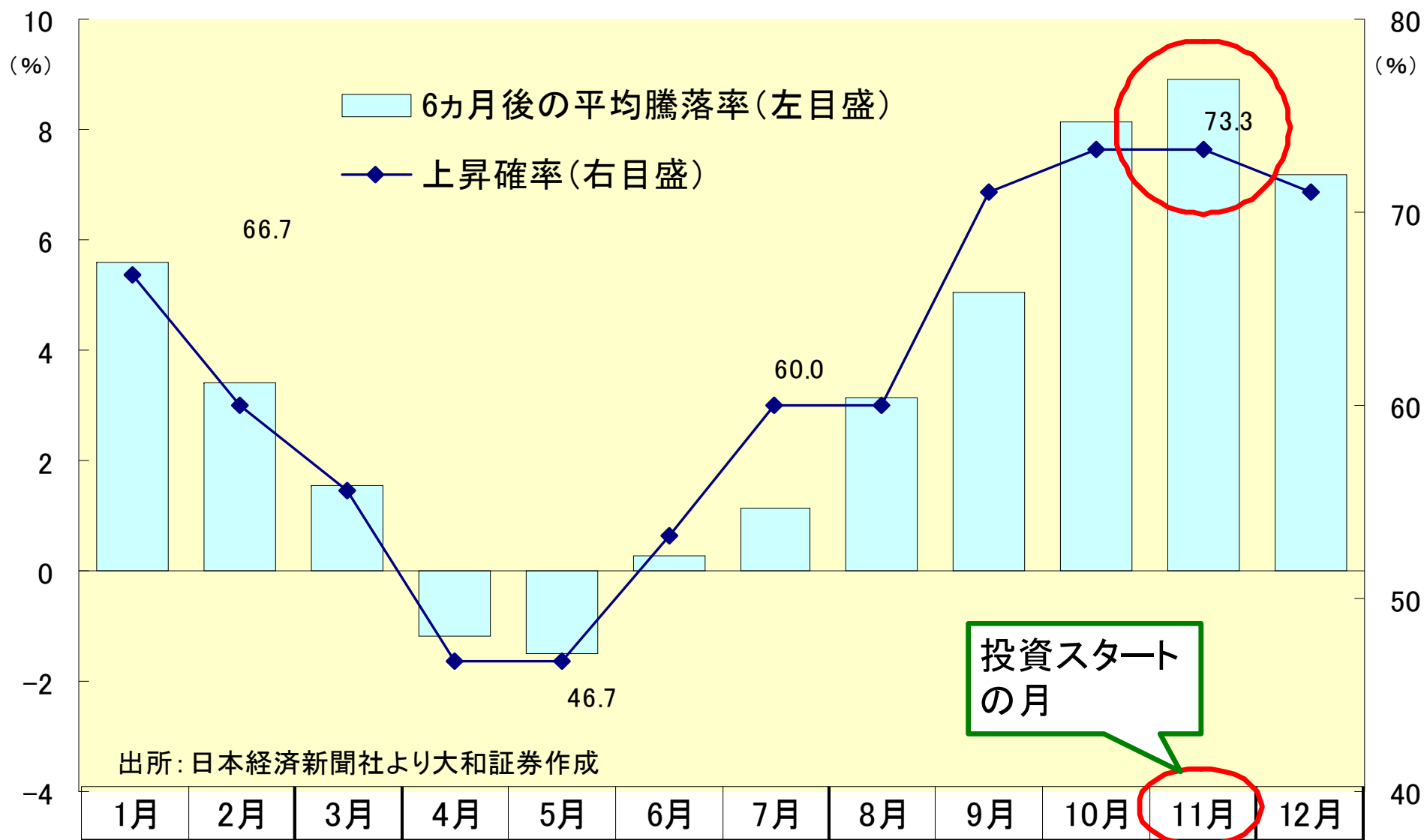
(38)裁定買い残の積み上がりには先高感が必要



東京証券取引所が発表した11月4日時点の裁定取引に伴う現物株の買い残高(期近・期先合計)は3週ぶりに減少した。金額ベースで、前の週に比べて1803億円減の9664億円だった。この週(10月31日～11月4日)の日経平均株価は541円05銭(3.1%)下落した。米大統領選への不透明感が強まり、週後半にかけてリスク回避の売りが広がった。先物が先行して下げる局面で、割安になった先物を買戻し、現物株を売る裁定取引が増えたとみられる。現物株の裁定売り残高は4週連続で減った。売り残高は前の週に比べ1229億円減の5417億円だった。

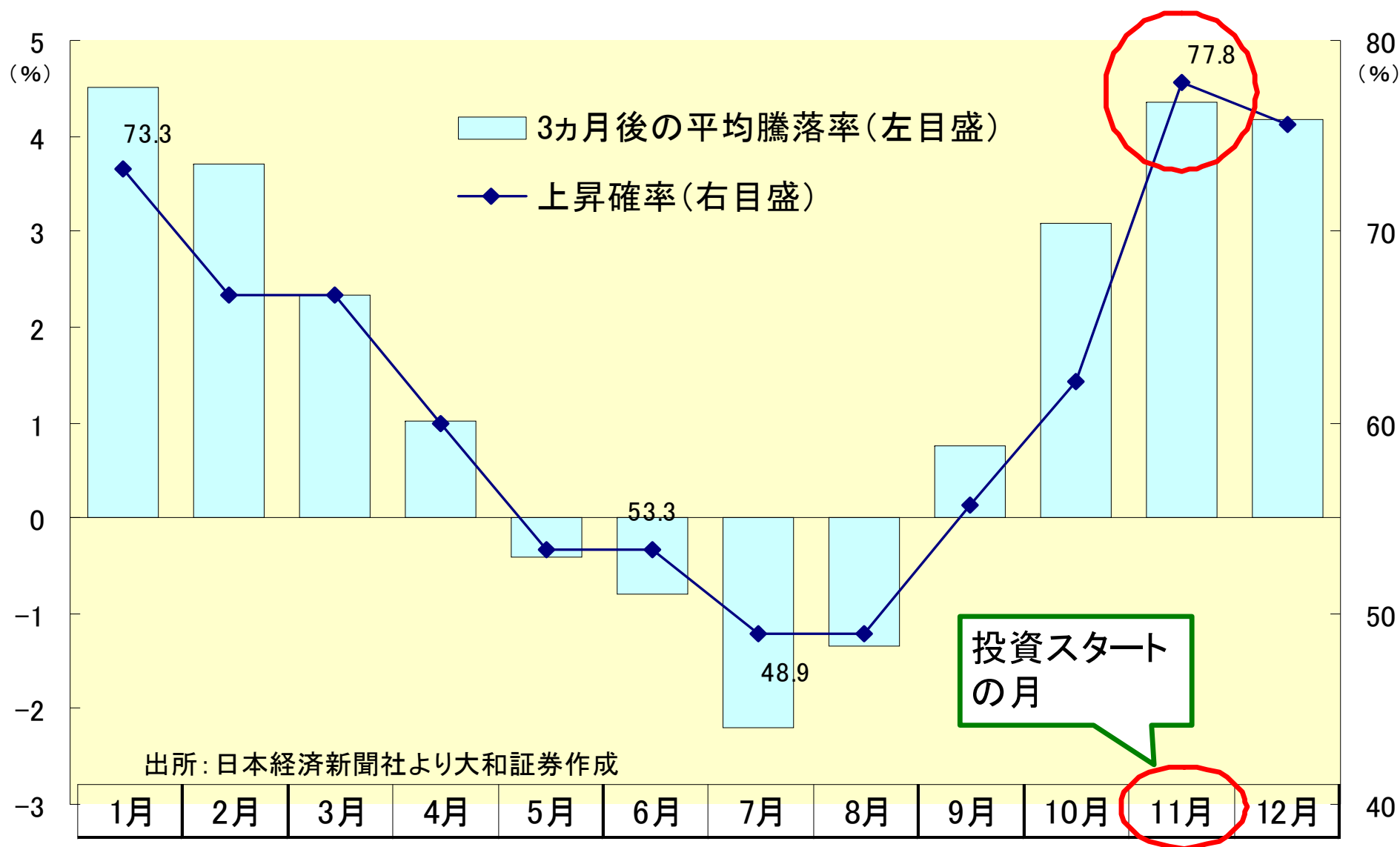
(39)11月は6カ月投資をスタートする好機

日経平均 6カ月投資の月別季節性
(月中平均ベース、1970年以降)

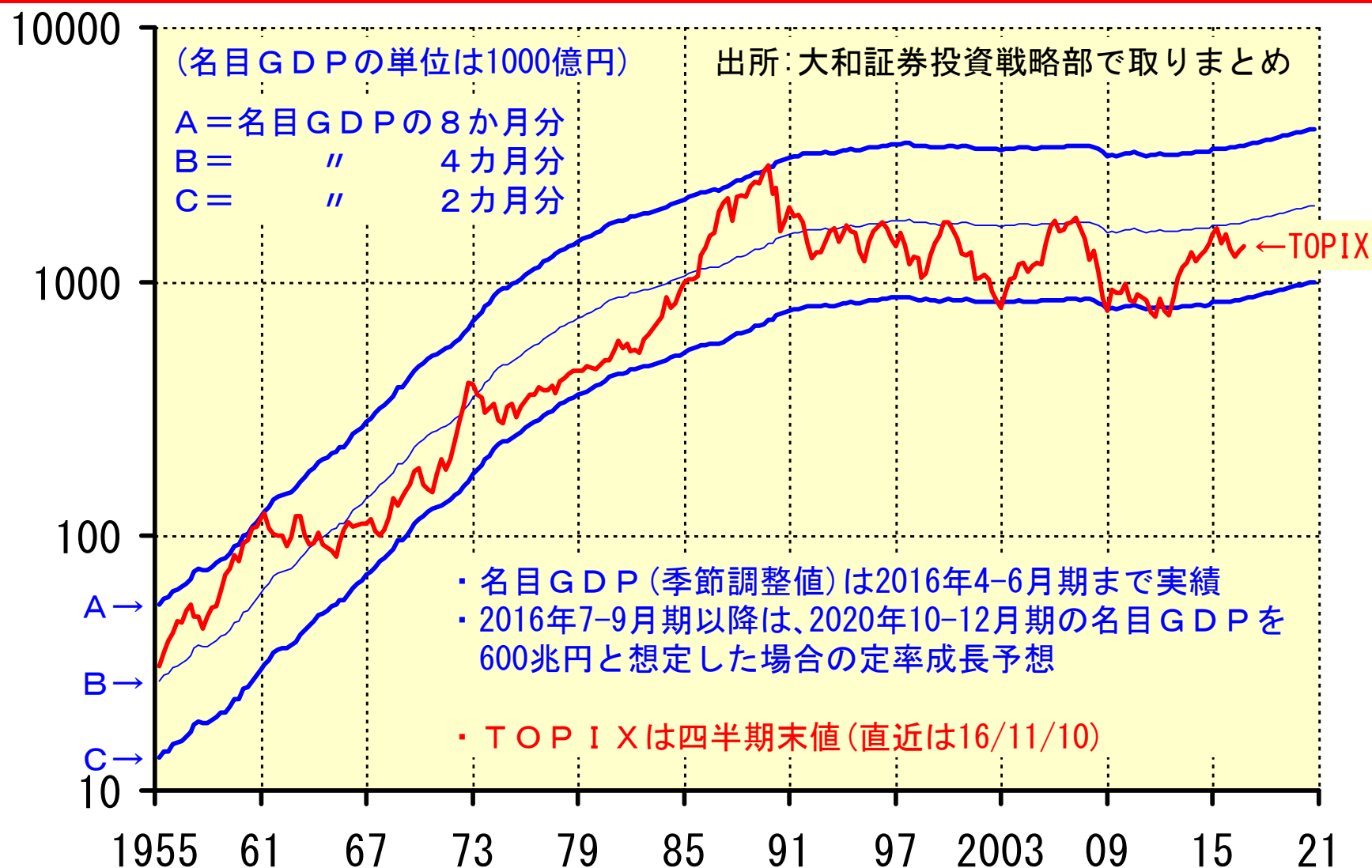


(40)11月は3カ月投資をスタートする好機

日経平均 3カ月投資の月別季節性
(月中平均ベース、1970年以降)

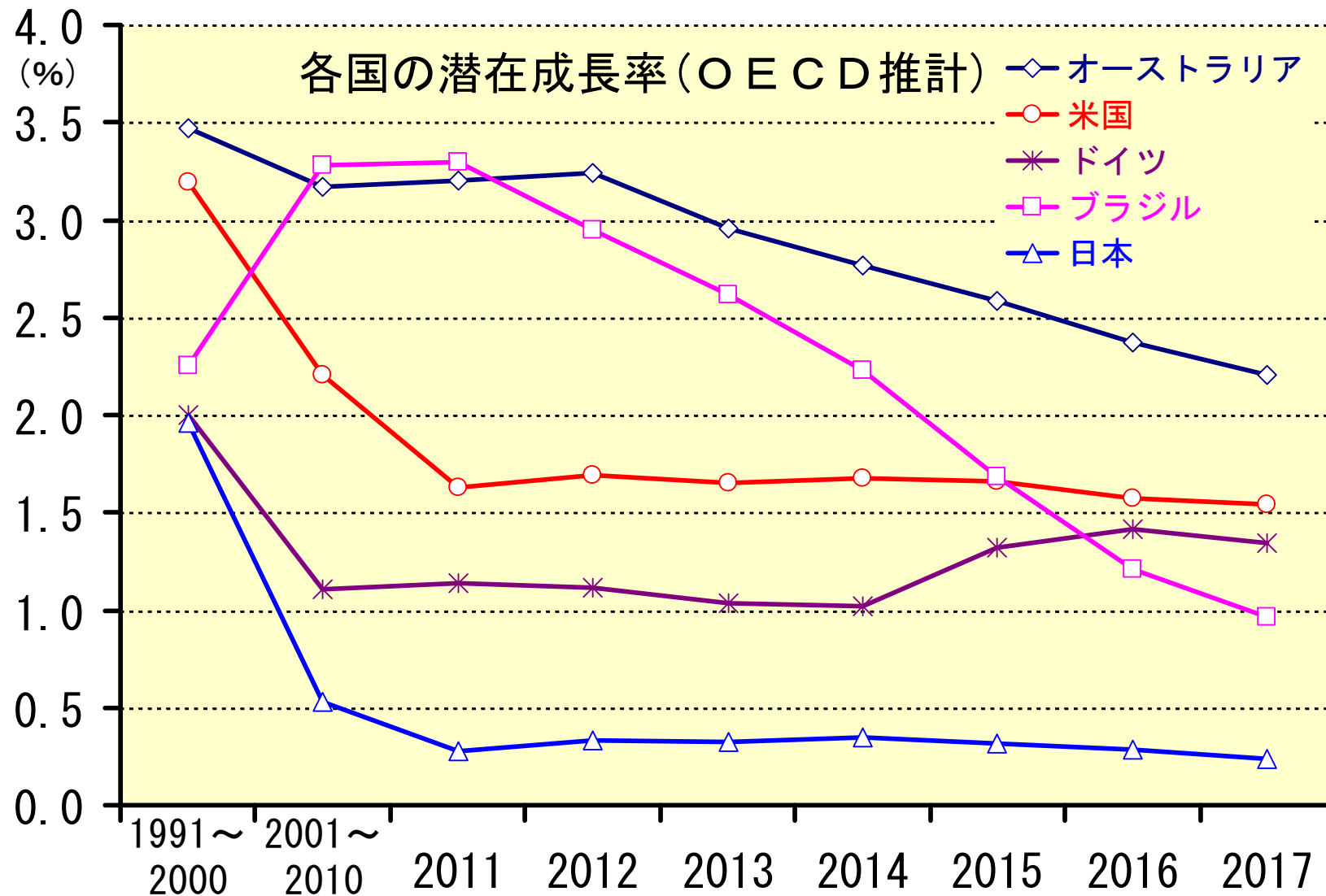


(41)日経平均の20000円は通過点のはずだが・・



日本の名目GDPとTOPIXの関係をみると、TOPIXは名目GDPの2か月分～8か月分のレンジ内で推移している。また、1990年代のバブル崩壊後は、TOPIXが上昇しても名目GDPの4か月分の水準が天井となり、その後はTOPIXが下落に転じるということが何度も繰り返されてきた。安倍政権が掲げた「2020年頃までに名目GDPを600兆円に増やす」という目標が現実味を帯び始めれば、TOPIXが名目GDPの4か月分の水準を超えることは可能だろうが(日経平均で言えば20000円は通過点のはずだが)、少なくともデフレからの脱却が果たせなければ、日経平均が20000円を明確に超えるのは簡単でない可能性もあろう。(大和証券)

(42)日本経済の潜在成長率を高められるか？



「中央銀行は万能ではない」。日銀の黒田東彦総裁は9月30日、日銀本店で開いた国際会議でこう話した。異次元緩和政策を導入してから3年半。異例の緩和措置を次々に打ち出したが、目標である物価上昇2%達成のメドは立たない。いつもは強気の黒田総裁から珍しく本音がこぼれた。金融緩和を進めても経済や物価が思ったように刺激されない大きな原因に、経済の地力(潜在成長率)の低下がある。日銀の推計によると、潜在成長率は1990年代初めには4%程度あったが、今ではゼロ%近くに張り付いている。今年4~6月期の実質GDPは年率0.7%増。景気が悪いように感じるが、いまの日本経済の地力からすれば、実力通りかそれ以上の結果ということになる。

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には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が必要です。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费用（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 10 月 31 日現在）

大末建設(1814) イチケン(1847) 高橋カーテンウォール工業(1994) アコーディア・ゴルフ(2131) ゲンキー(2772) ティーライフ(3172) 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(3443) ケイアイスター不動産(3465) ビリングシステム(3623) テックファームホールディング(3625) コーエーテックモホールディング(3635) パビレス(3641) 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) 東京製鋼(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) 鎌倉新書(6184) 平田機工(6258) タツモ(6266) 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) アドバンテス(6857) フェローテック(6890) エノモト(6928) 太陽誘電(6976) アストマックス(7162) GMOクリックホールディングス(7177) 大興電子通信(8023) マネ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 11 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) アクティビア・プロパティーズ投資法人(3279) SIA 不動産投資法人(3290) 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) BEENOS(3328) 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) 串カツ田中(3547) バロックジャパンリミテッド(3548) 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) シルバーエッグ・テクノロジー(3961) 扶桑化学工業(4368) OAT アグリオ(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) リクルートホールディングス(6098) 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) 富山第一銀行(7184) リンガーハット(8200) イオンフィナンシャルサービス(8570) 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）