

内外経済と株式市場の見通し

～トランプラリーは「理想買い」から「現実買い」へ～

大和証券 投資戦略部

株式ストラテジスト 野間口毅

2017年3月15日

(1)ポイント

- ①日本株の再上昇には米金利上昇・ドル高が必要。**
- ②FRBは今年3回の利上げ見通しを変更するか？**
- ③米経済に対するドル高の悪影響は顕在化していない。**
- ④欧州の政治リスクに対する過度な懸念は不要か。**
- ⑤年内の日経平均は23000円を越える可能性も。**

(2)日米の株価指数及び国債利回り予想

		直近値 (3月9日)	→予想				騰落率① (直近値⇒ 17年6月末値)	騰落率② (直近値⇒ 17年12月末値)
			17年 1-3月	17年 4-6月	17年 7-9月	17年 10-12月		
日経平均 (円)	期末値	19,318.58	19,630	20,130	20,630	21,120	+4.2%	+9.3%
	(高値)	-	(21,500)	(22,100)	(22,700)	(23,200)		
	(安値)	-	(17,900)	(18,500)	(18,900)	(19,400)		
TOPIX (ポイント)	期末値	1,554.68	1,580	1,620	1,660	1,700	+4.2%	+9.3%
	(高値)	-	(1,730)	(1,780)	(1,825)	(1,865)		
	(安値)	-	(1,440)	(1,490)	(1,520)	(1,560)		
NYダウ (ドル)	期末値	20,858.19	21,000	19,500	20,500	22,000	▲6.5%	+5.5%
	(高値)	-	(21,500)	(21,500)	(21,500)	(23,000)		
	(安値)	-	(19,677)	(18,500)	(18,500)	(19,500)		
NASDAQ (ポイント)	期末値	5,838.81	5,900	5,500	5,800	6,200	▲5.8%	+6.2%
	(高値)	-	(6,000)	(6,000)	(6,000)	(6,400)		
	(安値)	-	(5,397)	(5,300)	(5,200)	(5,400)		

参考:大和証券投資戦略部「日本株投資戦略2017年3月」及び「米国株投資戦略(2017.3)」

	2017年1~3月予想	(同)4~6月予想	(同)7~9月予想	(同)10~12月予想
日本の5年物国債利回り	▲0.20~▲0.05%	▲0.30~▲0.10%	▲0.30~▲0.10%	▲0.30~▲0.10%
〃 10年物国債利回り	▲0.10~0.10%	▲0.10~0.10%	▲0.10~0.10%	▲0.10~0.10%
〃 20年物国債利回り	0.30~0.70%	0.40~0.70%	0.40~0.70%	0.40~0.70%
米国のFF金利誘導目標	0.50~0.75%	0.75~1.00%	0.75~1.00%	1.00~1.25%
〃 2年物国債利回り	1.00~1.40%	1.00~1.40%	1.10~1.50%	1.20~1.60%
〃 10年物国債利回り	2.00~2.50%	2.00~2.50%	2.00~2.50%	2.25~2.75%

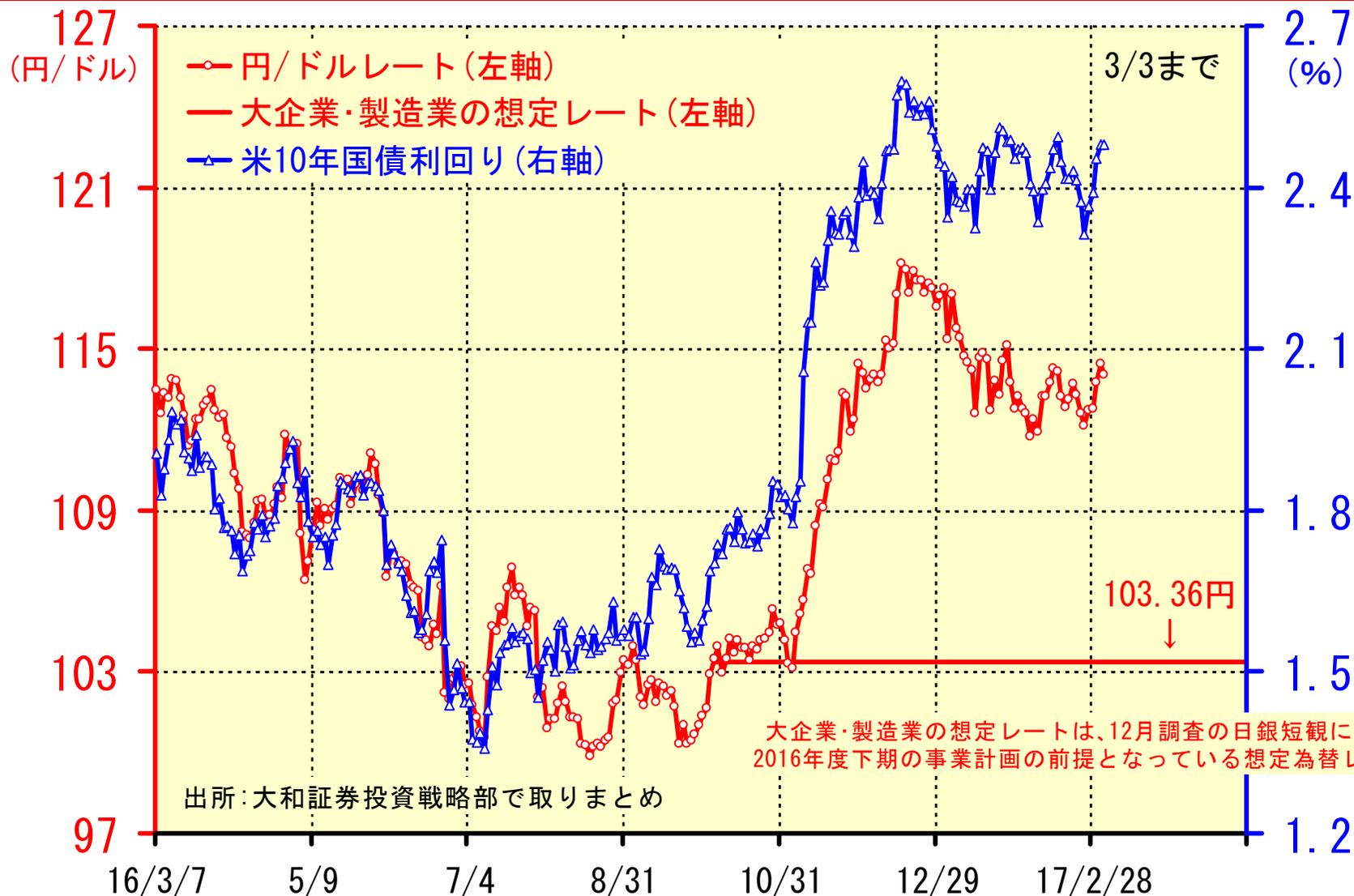
出所:大和証券金融市場調査部「ボンド・マーケット・ウィークリー」(2017年3月3日号)

(3) トランプラリーは「理想買い」から「現実買い」へ



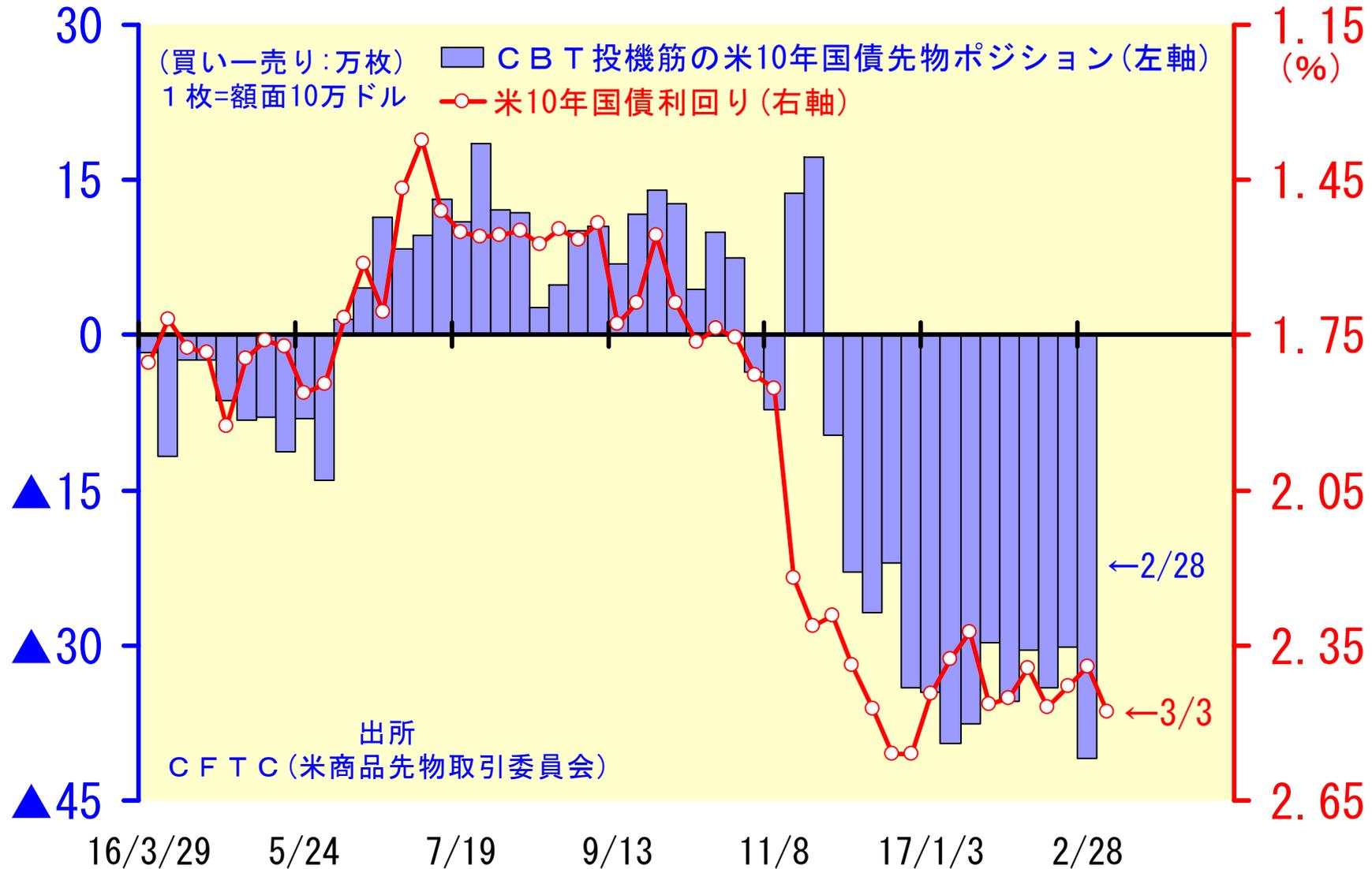
3月1日の米株式市場でダウ工業株30種平均は前日比303ドル31セント(1.5%)高の2万1115ドル55セントと、2日ぶりに過去最高値を更新した。トランプ米大統領の議会演説を波乱なく終え、米株式には買い安心感が広がった。米経済政策への期待が根強いほか、金利上昇で金融株が買われたことも相場を押し上げ、この日の上げ幅は昨年11月8日の米大統領選以降で最大となった。トランプ大統領は2月28日、米上下両院合同本会議で初めて施政方針演説をした。米経済政策について法人減税を含む「歴史的な税制改革」や「1兆ドルのインフラ投資」といった大枠を改めて示したが、具体性には欠いた。ただ、市場では「大統領らしい振る舞いで、政策が推進される機会を得たと受け止められた」という。議会の協力を得て景気刺激策が実現に向かうとの期待が株式の買い安心感につながった。

(4)日本株の再上昇には米金利上昇・ドル高が必要



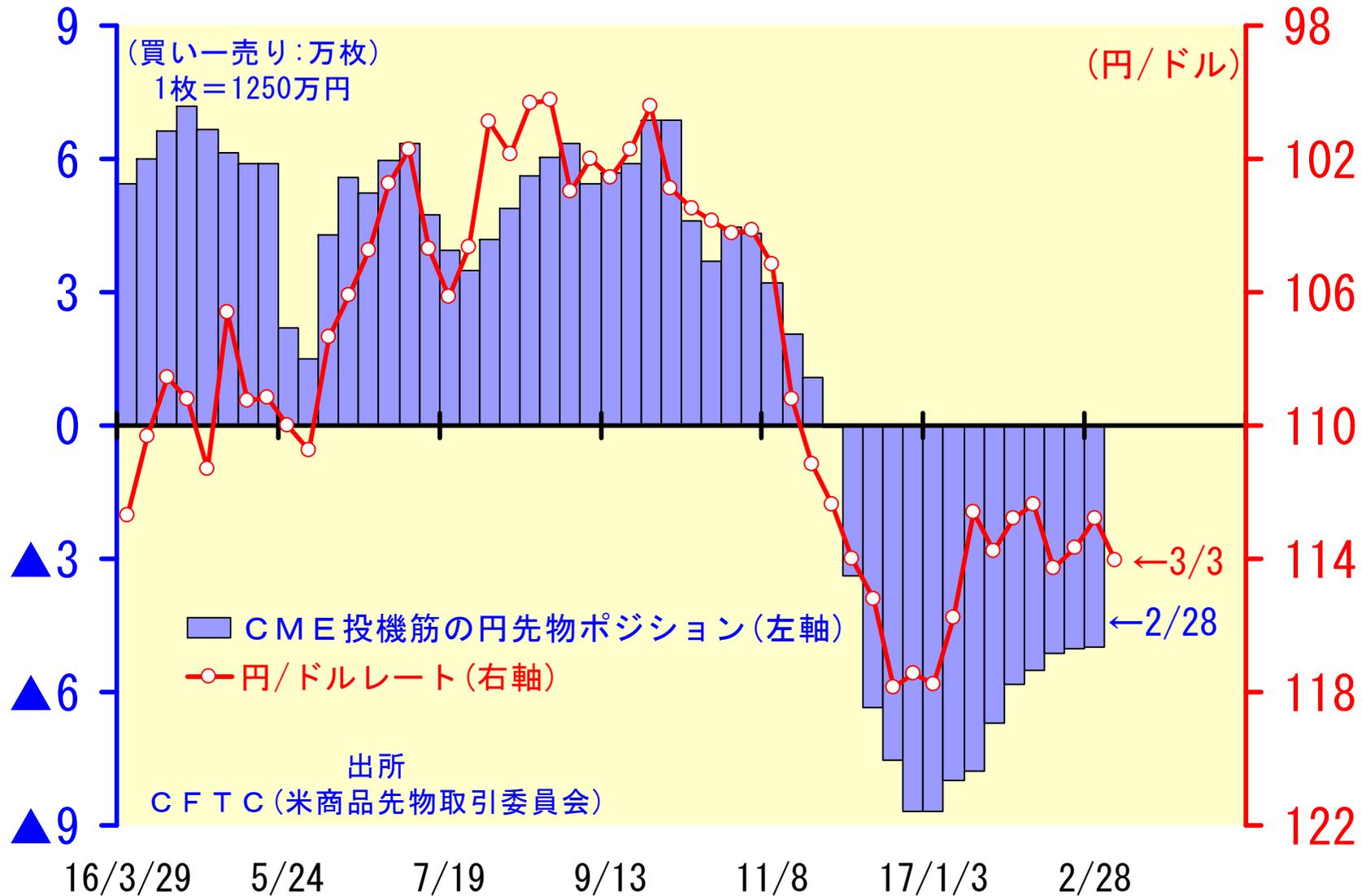
QUICKが発表した2月の外為月次調査によると、1月に発足したトランプ米政権が許容する円相場の下限水準見通しは単純平均で1ドル=121円54銭だった。調査は金融機関や運用会社、事業法人などの担当者190人を対象に2月6～9日に実施し、74人から回答を得てまとめた。調査期間はトランプ氏が日本を名指しして通貨安批判を繰り広げた後だが、市場参加者は円安・ドル高に対する米政府の許容範囲はそれなりに大きいと考えているようだ。半面、金融機関の外為業務担当者48人に聞いた2月末の円相場予想は単純平均で1ドル=112円58銭と、前回調査(1月末時点の予想)の114円04銭よりも1円46銭の円高・ドル安だった。予想が円高方向に振れたのは昨年8月以来、6カ月ぶりとなる。2月10日の日米首脳会談を前に円高・ドル安への警戒感が高まっていたことを映したとみられる。4

(5) 投機筋の米国債先物売りは再び増加するか？



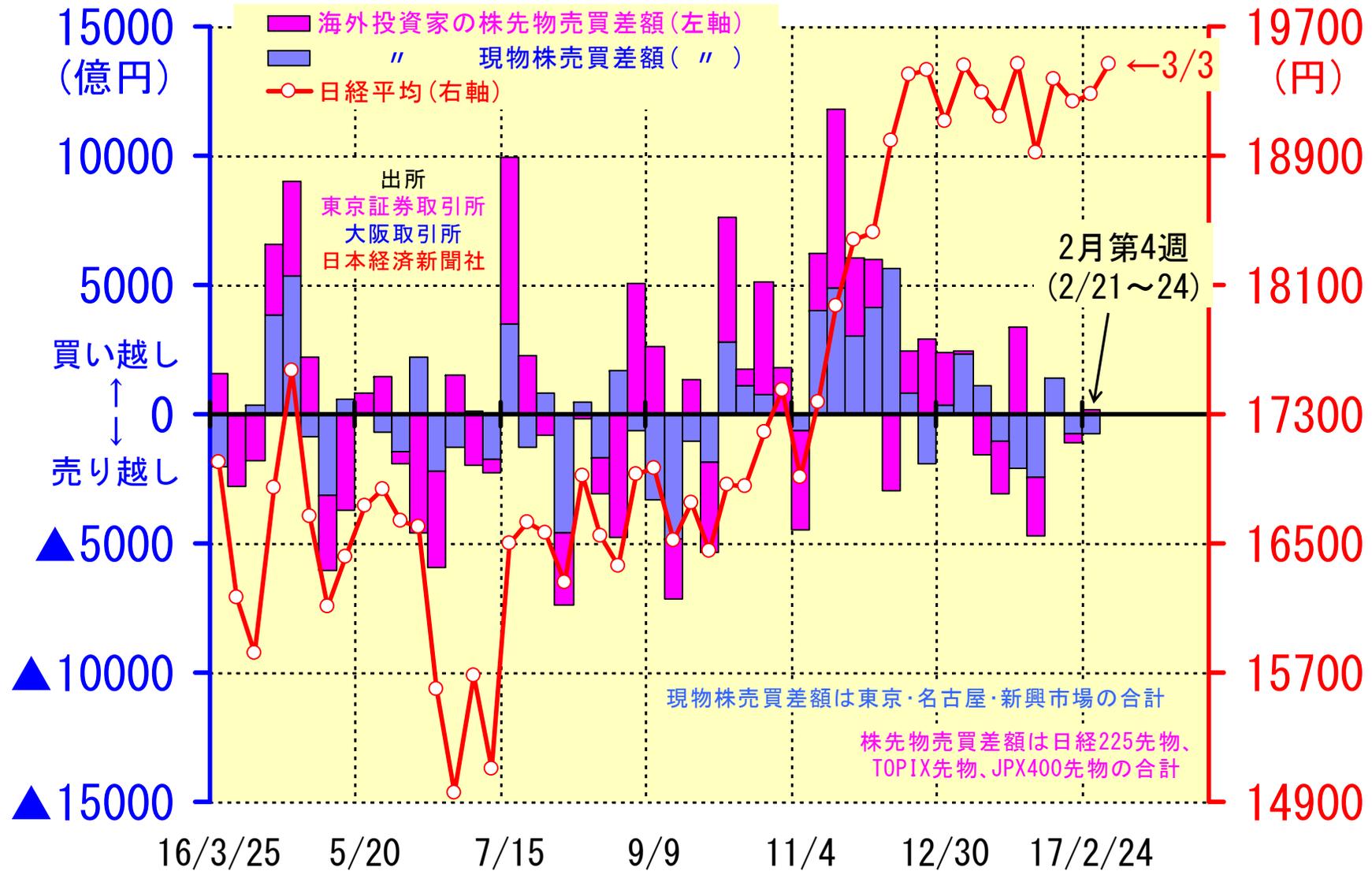
米商品先物取引委員会(CFTC)が発表した2月28日時点の建玉報告によると、シカゴ商品取引所(CBT)の米10年物国債の先物市場で投機筋(非商業部門)の売越幅は2週ぶりに拡大した。前週比10万7360枚多い40万9659枚と、データが開示されている1993年以降で過去最高水準だった。

(6) 投機筋の円先物売りは再び増加するか？



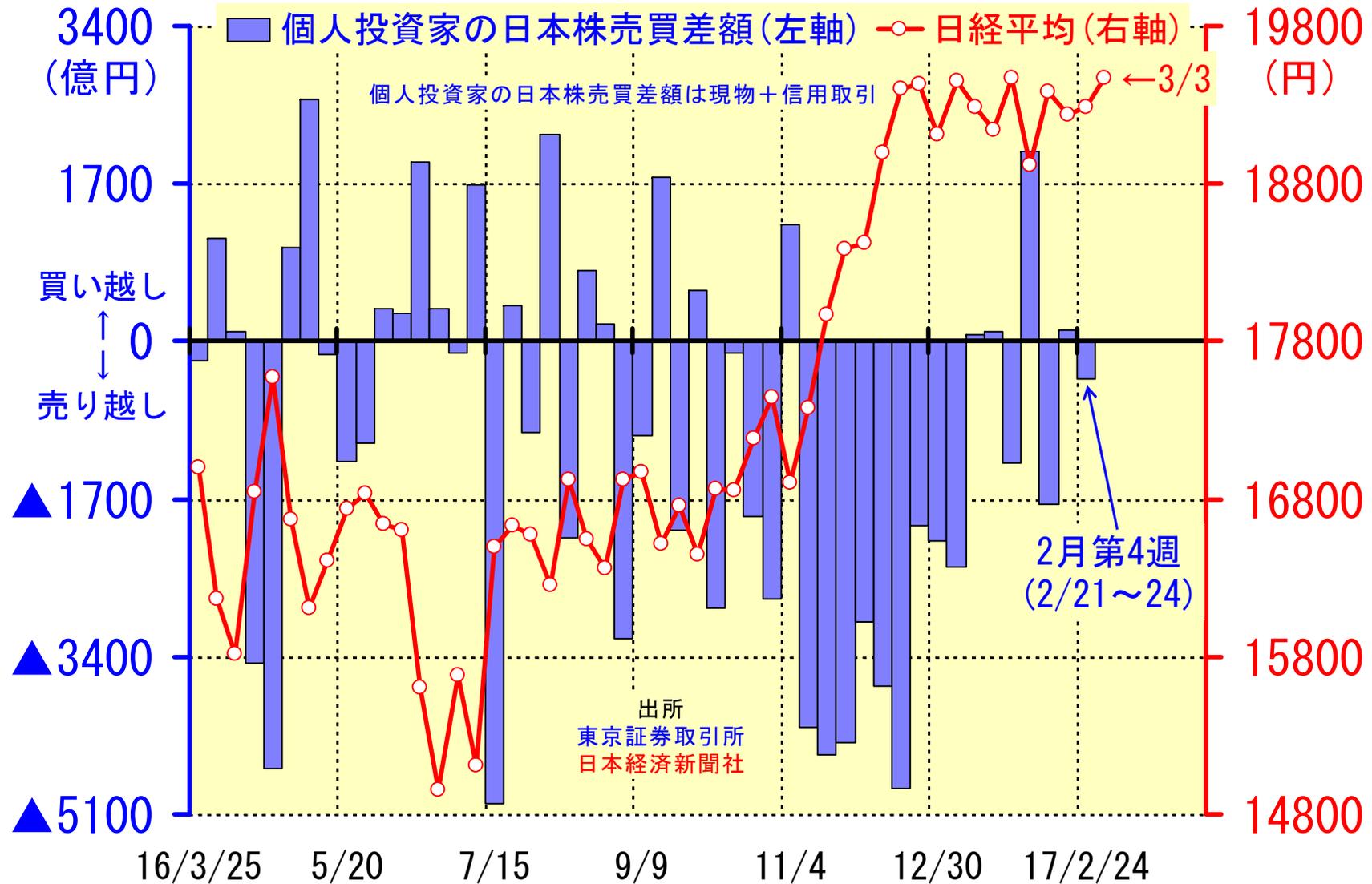
米商品先物取引委員会(CFTC)が発表した2月28日時点の建玉報告によると、シカゴ・マーカントイル取引所(CME)の通貨先物市場では投機筋による円の持ち高は9週連続で売越幅が縮小した。前週比145枚少ない5万17枚と、2016年12月6日以来、およそ2カ月半ぶりの低水準だった。

(7) 海外投資家の日本株買いは再び増加するか？



東京証券取引所が発表した2月第4週(20日~24日)の投資部門別株式売買動向(東京・名古屋2市場、1部、2部と新興企業向け市場の合計)によると、海外投資家(外国人)は2週連続で売り越した。売越額は727億円と前の週の763億円を小幅に下回った。

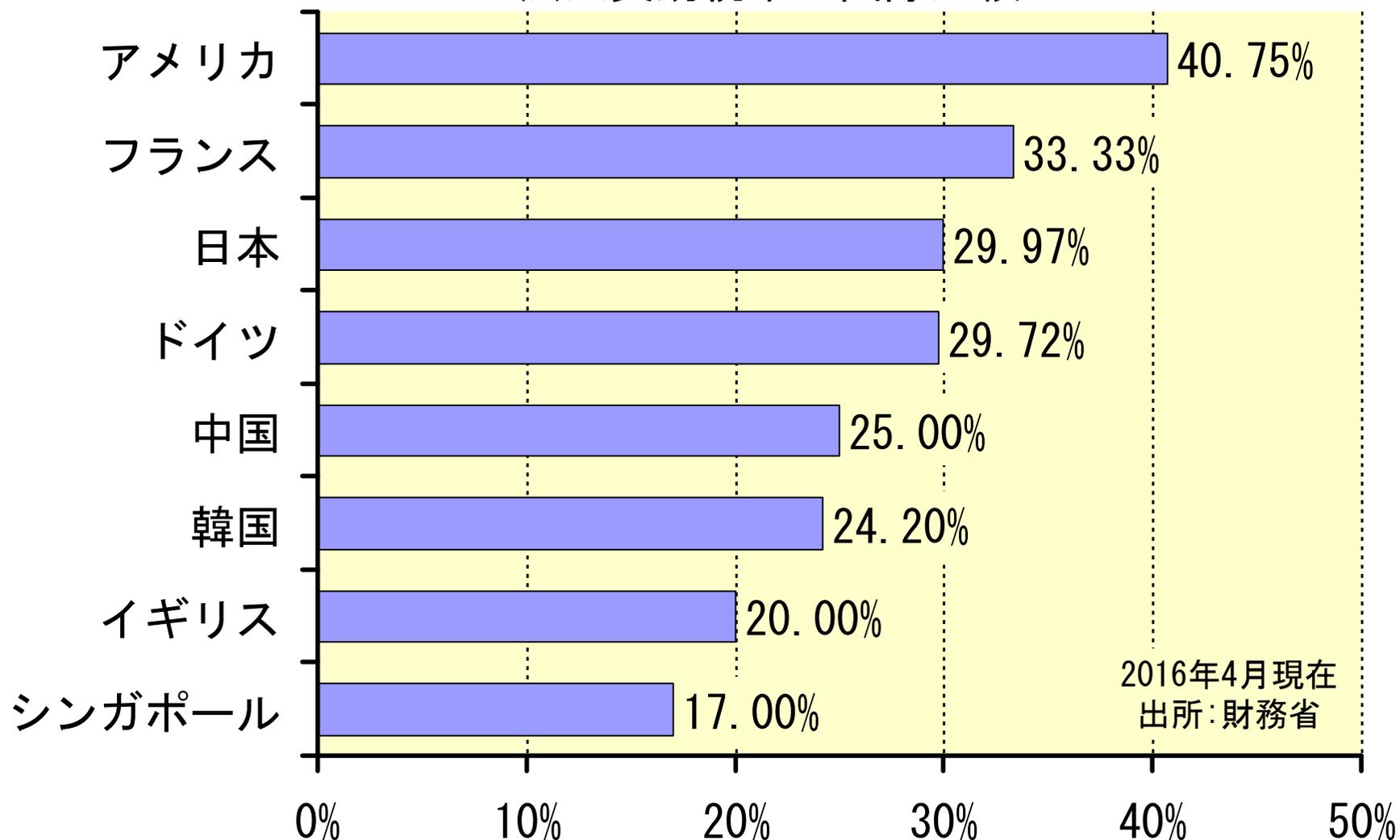
(8) 海外投資家の利益確定売りは個人投資家の押し目買いの好機



東京証券取引所が発表した2月第4週(20日~24日)の投資部門別株式売買動向(東京・名古屋2市場、1部、2部と新興企業向け市場の合計)によると、個人は2週ぶりに売り越した。売越額は409億円だった。前の週は122億円の買い越しだった。

(9) トランプ大統領は2/9に「税に関する驚くべき発表」をすると表明したが・・・

法人実効税率の国際比較



米共和党のライアン下院議長は2月16日の記者会見で、日本製品が輸出時の税制で米国製品より有利な扱いを受けていると指摘し、米法人税制に輸出課税を免除して輸入課税は強化する「国境調整」の導入を求めた。日本や欧州は消費税のような付加価値税で課税を国境調整しているが、米国には付加価値税がなく、ライアン氏は「不公平だ」と主張した。ライアン氏は下院共和の税制改革案を立案した一人だ。現在35%の連邦法人税率を20%に引き下げ、輸出は免税して輸入品には20%をそのまま課税する「国境調整」の導入を求めている。下院共和の法人税改革が実現すると、日本をはじめ、中国、メキシコなど貿易相手国からの対米輸出品は大きく値上がりする。日本の自動車の対米輸出が半減するとの民間試算もある。

(10)2/28の議会演説では「大統領らしい振る舞い」が評価された？

【政策の具体像が見えないトランプ演説】 2017/03/02 日本経済新聞朝刊(社説)より
また同じ演説を聞いた。そんな印象を拭えない。トランプ米大統領は初の議会演説で、大規模なインフラ投資、法人税減税、オバマケア(医療保険制度改革)撤廃などに取り組むと力説したが、どう進めるのかの道筋は相変わらずはっきりしなかった。いつまで中ぶらりん状態を続けるのだろうか。

演説は、トランプ氏自らフォードなどの大企業と直談判し、メキシコへの工場移転を防いだという自慢話から始まった。初の記者会見、大統領就任式の演説でも言及した定番ネタである。米国民の雇用を守る姿勢を明確にしたいのだろうが、食傷気味である。

就任40日で、具体的に数字が入ったのは、(1)インフラ投資の規模が1兆ドル(約113兆円)(2)国防費の増額は540億ドル(約6兆1000億円)ぐらいだ。

法人税率の引き下げを巡り、先週のインタビューで「15~20%の間にする」と表明していた。演説では「経済チームが歴史的な税制改革をまとめている」と述べるにとどまった。中間層への所得税減税の規模は「巨額」という何とも漠然とした説明だった。

米国のいまの税制に課題が多いのは事実だが、改革の方向性が具体的に見えてこない、論評のしようがない。米メディアは「ぼんやりした演説」と報道した。

トランプ政権はいまだ陣容が固まっていない。議会が未承認の閣僚がいるし、副長官以下のポストの大半は指名にも至っていない。与党の共和党の主流派と折り合いが必ずしもよくないため、人材探しに苦勞しているようだ。

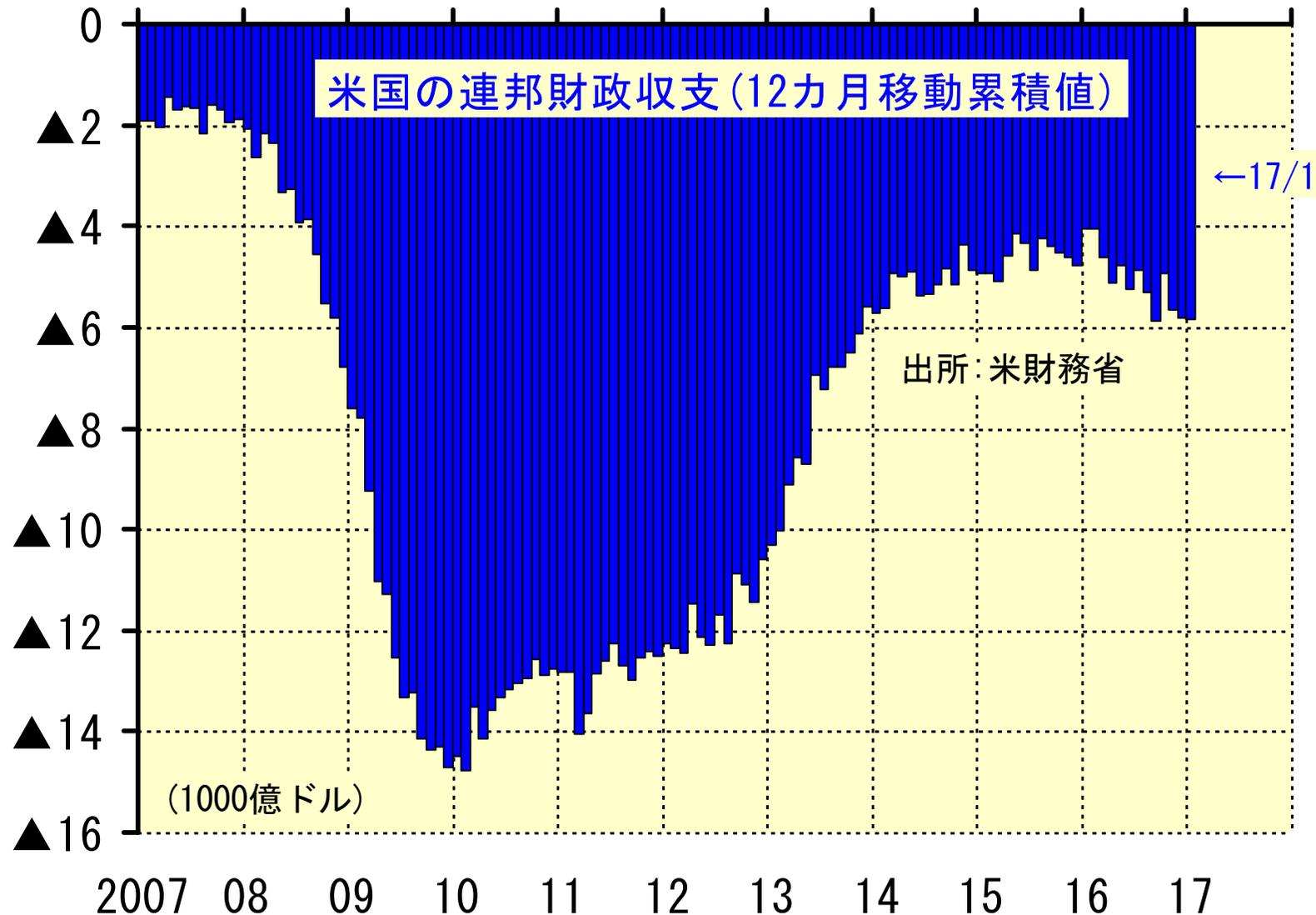
トランプ氏の取り巻きは、選挙向きのスローガンを考えるのは得意でも、政策通とは言い難い面々だ。「メキシコとの国境に壁をつくる」「不法移民を追い出せば治安はよくなる」と訴えれば支持者受けする、と助言しているのだろうが、その先が続かない。

例年は2月中に議会に送付する予算教書はまだできていない。イスラム圏7カ国からの入国禁止措置は連邦高裁に差し止められたあと、たなざらしのままだ。

安全保障では同盟国に財政負担を求めると強調した。対象は「北大西洋条約機構(NATO)、中東、太平洋のパートナー」だ。

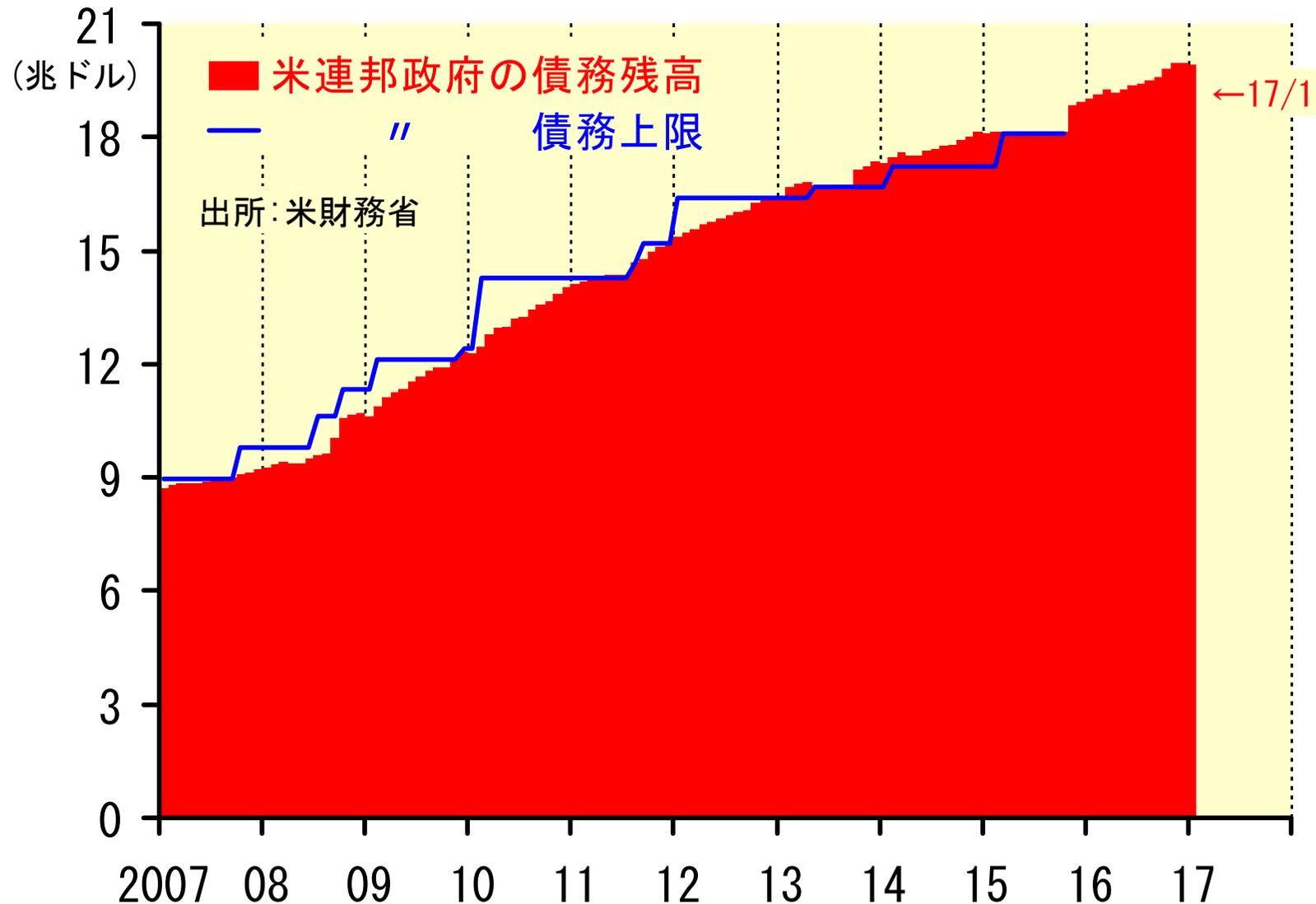
ここに日本は含まれるのか。安倍晋三首相は在日米軍の駐留経費負担について「終わった問題」と述べたが、トランプ氏は本当に理解したのか。再び不安になる。

(11) トランプ政権の予算教書発表は3/13か？



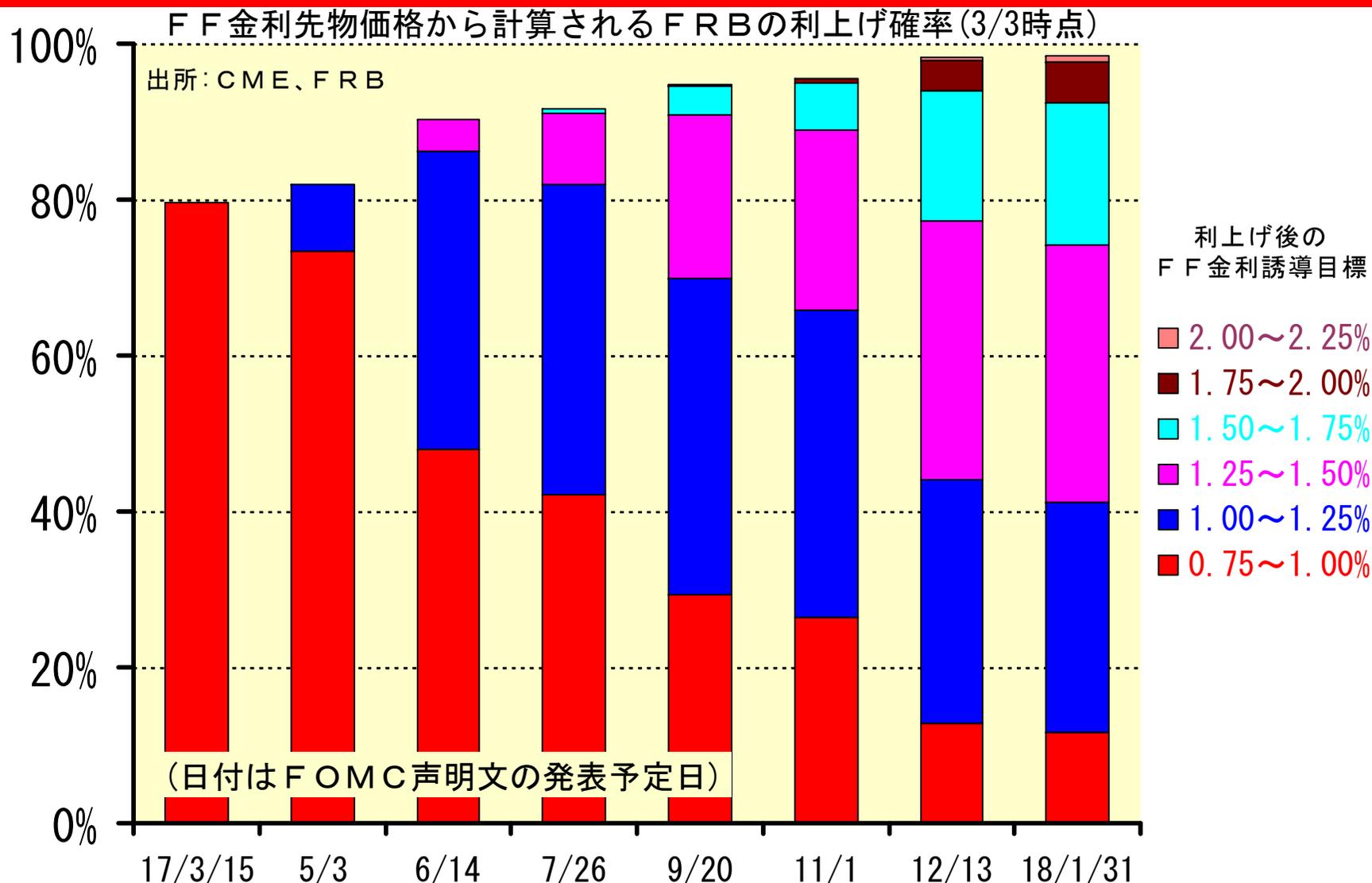
トランプ米大統領は2月28日の初の施政方針演説で「米経済の再起動」を訴え、30年ぶりの税制改革と1兆ドル(約113兆円)のインフラ投資を表明した。トランプ氏は連邦法人税率を15%へ引き下げると公約してきたが、今回は税率など詳細に触れなかった。下院共和党は20%に下げる独自案を公表済み。同案には輸出課税を免除して輸入品にそのまま20%を課税する「法人税の国境調整」が含まれる。政権側は「興味深いが、問題も多い」(ムニューシン財務長官)とし、議会の調整は途上だ。トランプ氏の公約をそのまま実行すれば10年で4兆~5兆ドルの財政赤字が生じるとの試算がある。政権は3月中旬に予算教書の前段階となる財政の基本方針を出す予定だが、健全財政を重視する議会の抵抗は必至だ。

(12)米債務上限引き上げ期限は3/15



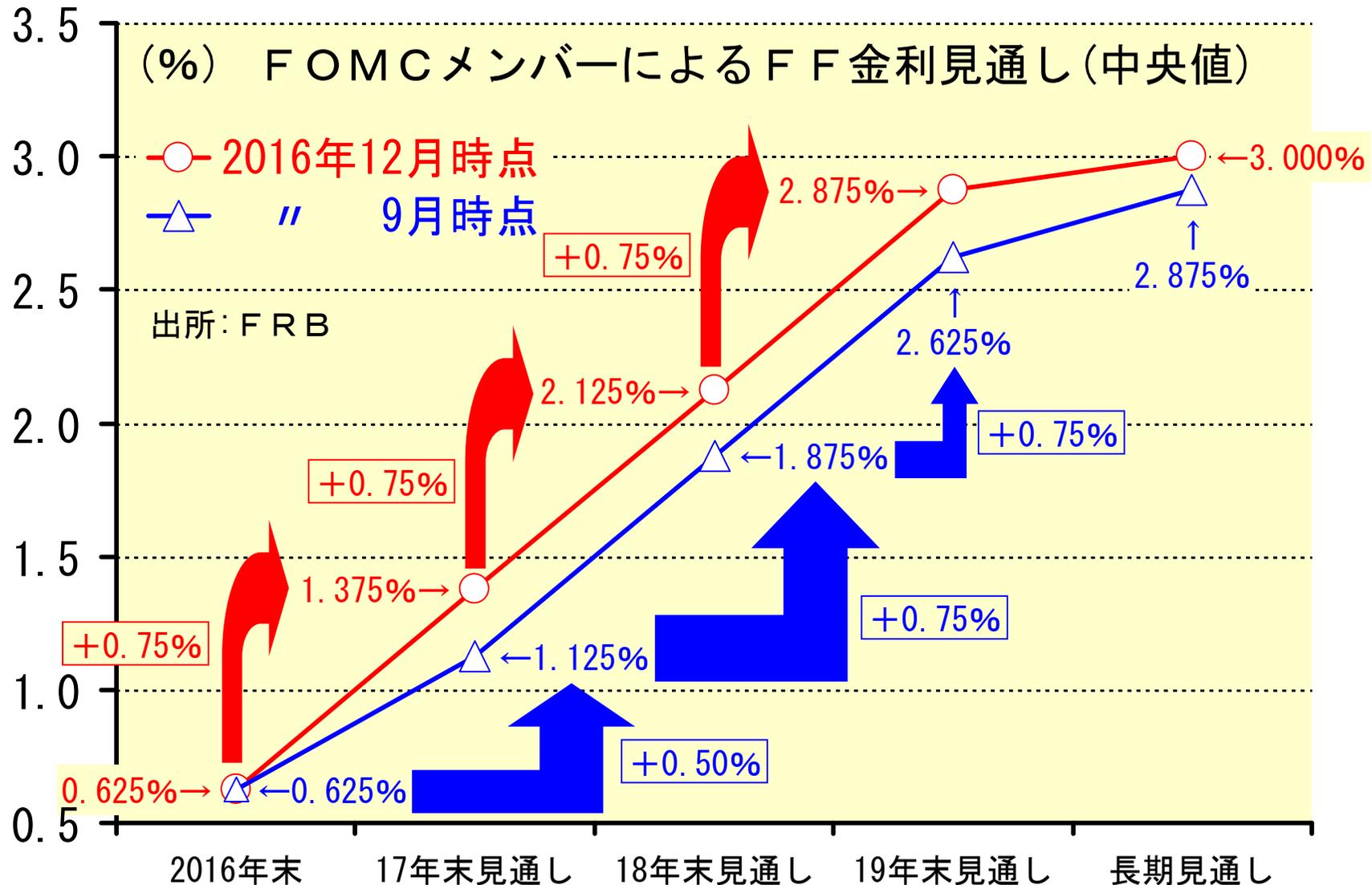
米国では法律で債務上限を規定し、その上限に達すると債務不履行(デフォルト)に陥る可能性が高まる。政府機関の機能が停止するなどの、いわゆる「財政の崖」の問題だ。この問題は2011年、13年、15年とたびたび社会問題化し、現在は15年に成立した「2015年超党派予算法」で17年3月15日まで債務上限が適用されなくなっている。3月15日以降は再び、法定上限が復活する。

(13)FRBは3/15に追加利上げに踏み切る可能性



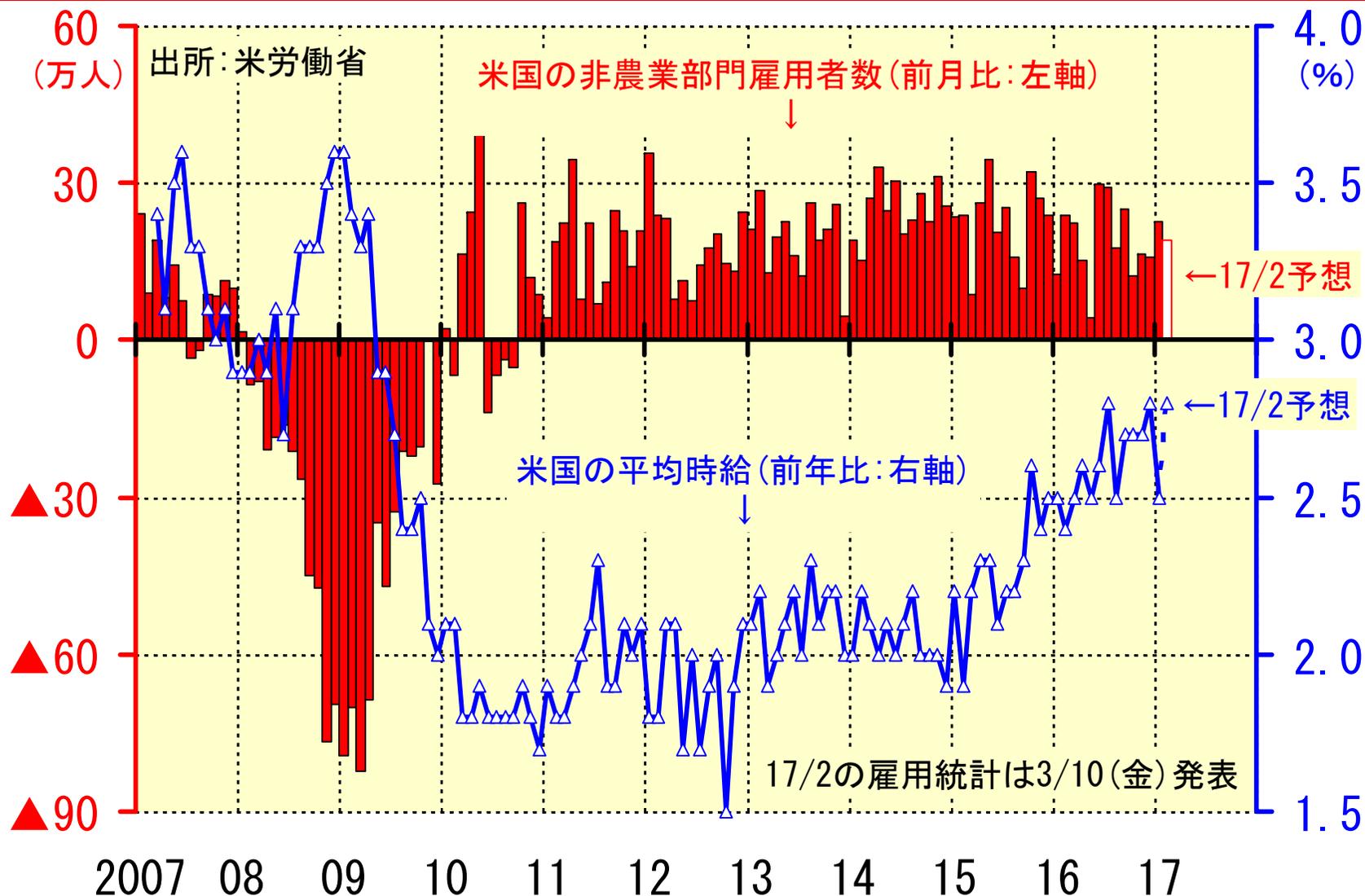
FRBのイエレン議長は3月3日、シカゴでの講演で「(14~15日の)次回会合で追加の政策金利の調節が適切か判断することになる」と述べ、月内の利上げを検討する方針を明言した。同氏は「経済指標が想定通りであれば、緩やかな利上げが適切だ」とも表明。イエレン氏は「労働市場は基本的には完全雇用に達した」と指摘し、米経済は緩やかな拡大が続くと自信を示した。1月の個人消費支出(PCE)物価指数が前年同月比1.9%上昇したことから「インフレ率も目標の2%に近づいている」と強調した。金融市場が注視する追加の金融引き締めについては「経済データが想定通りに推移すれば、緩やかな利上げが適切だと現在判断している」と強調。そのうえで「今月の会合で、物価や雇用が想定通り改善したか、追加の政策金利の調節が適切かどうか、判断することになる」と明言した。

(14)FRBは今年3回の利上げ見通しを変更するか？



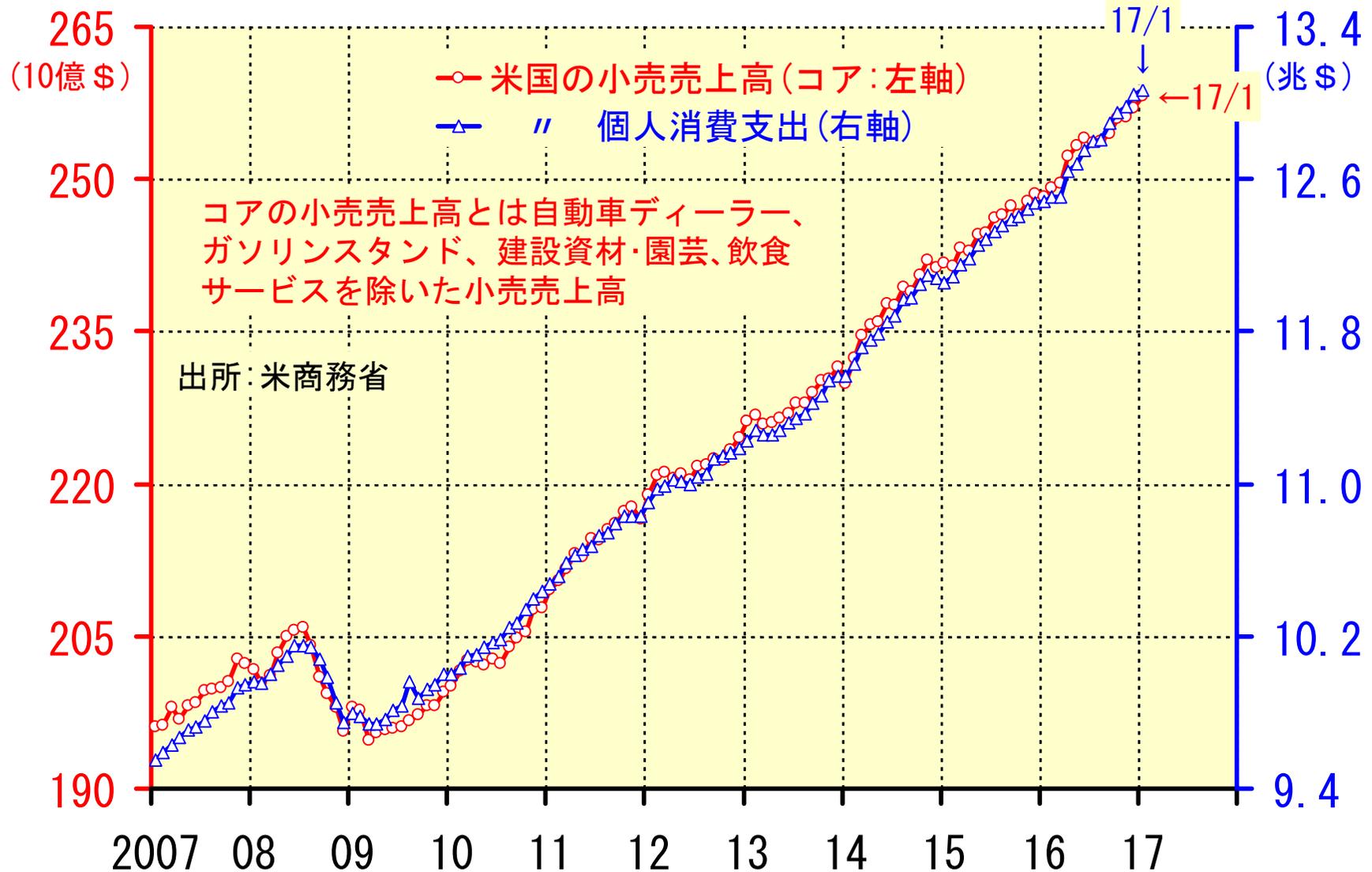
FRBは1月4日、1年ぶりの利上げを決めた2016年12月13~14日のFOMC議事要旨を公表した。トランプ次期政権の財政拡張策で「経済成長見通しが上振れする可能性が高まった」と指摘。減税やインフラ投資でインフレ圧力が強まれば、17年以降の利上げペースを速める可能性を示唆した。ただ、トランプ氏が公約としてきた減税や財政拡張策は、米議会での審議次第で規模が縮小されたり実施時期が遅れたりする可能性がある。そのため会合参加者の大半が「財政などの政策は、不確実性が極めて大きい」と指摘。同日の会合では1年ぶりの利上げを決め、17年以降の政策・景気見通しも公表した。**17年の利上げペースは年3回を中心シナリオとし、前回16年9月時点の年2回から上方修正した。**一方で一段のドル高が景気を下押しする懸念があるとの指摘もあった。

(15)1月の雇用統計では賃金上昇率が減速したが・・・



米労働省が発表した1月の雇用統計は非農業部門雇用者数が22万7000人増となり、市場予想の17万5000人を上回って増加した。特に建設業と小売業で雇用が拡大したことで、4カ月ぶりの大きな伸びとなった。失業率は4.8%と、前月の4.7%からやや上昇。エコノミスト予想は4.7%だった。時間当たり平均賃金の増加は前月比0.1%(0.03ドル)にとどまり、労働市場になおスラック(需給の緩み)が存在している可能性が示された。また、12月の平均賃金は前月比0.4%増から0.2%増に下方修正された。1月から少なくとも19の州で最低賃金の引き上げが実施されており、伸びが小幅にとどまったことは予想外だった。賃金の伸びは前年比では2.5%となり、前月の2.8%から鈍化。伸びの低迷が続けば、FRBの利上げペースは緩やかなものにとどまる可能性がある。15

(16)米国では雇用と消費の好循環が続く可能性



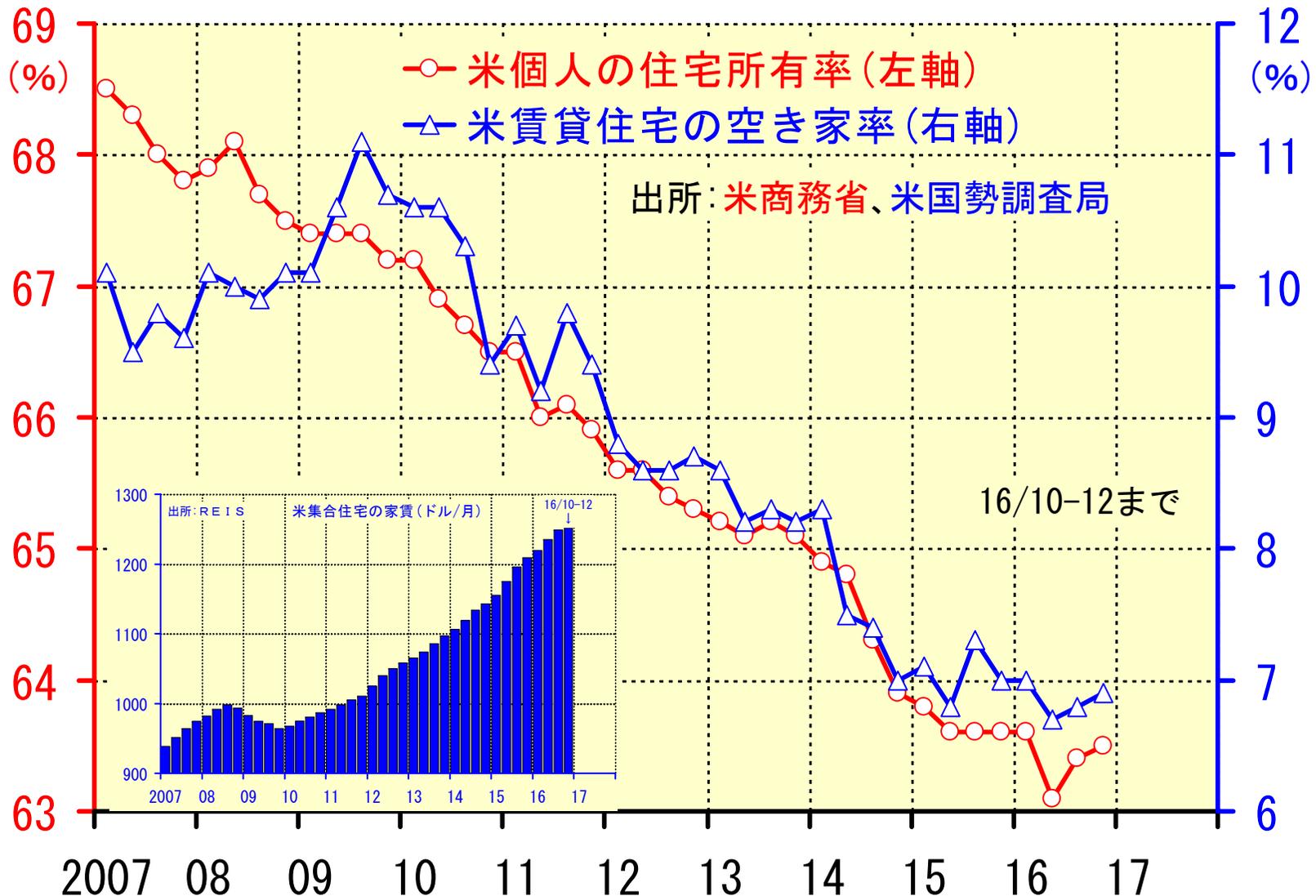
米商務省が発表した1月の小売売上高は前月比0.4%増となり、予想の0.1%を上回って増加した。自動車が低調だったものの電子機器などの売り上げが伸び、第1・四半期の経済成長押し上げにつながる内需の継続的な拡大が確認された。変動の大きい自動車、ガソリン、建設資材、飲食サービスを除くコア小売売上高は0.4%増。予想は0.3%増だった。

(17)米住宅市場は緩やかな回復が続く可能性



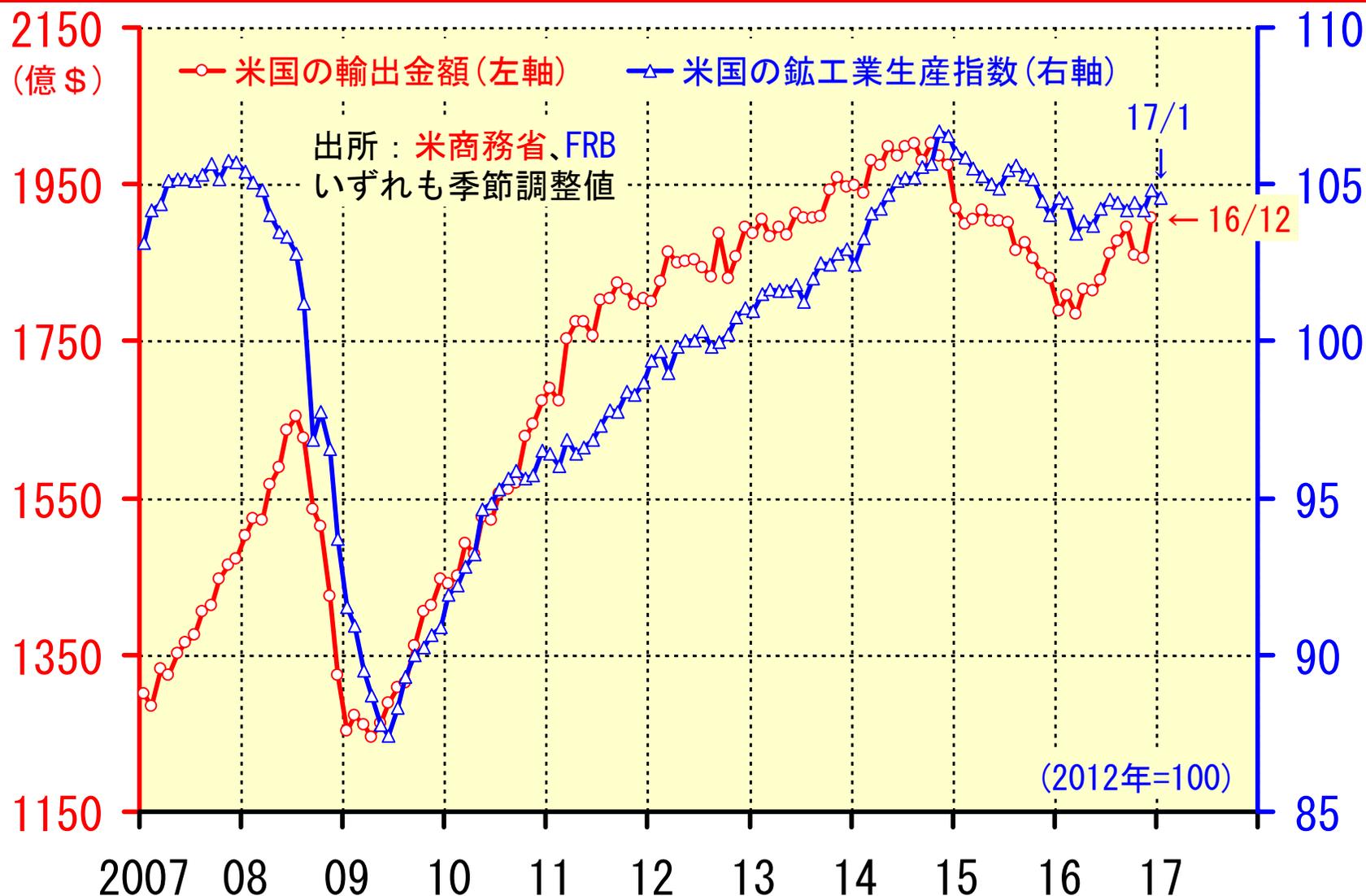
全米不動産業界(NAR)が発表した1月の中古住宅販売件数は、季節調整済み年率で前月比3.3%増の569万戸。これは07年2月以来の高い水準。中古住宅価格(中央値)は前年同月比7.1%上昇して22万8900ドルと、昨年1月以来の大幅な伸びとなった。在庫は前年同月比7.1%減の169万戸と、前年比では20カ月連続の減少。NARのチーフエコノミスト、ローレンス・ユン氏は「金利が上昇しているにもかかわらず、消費者の住宅購入意欲に支えられ、かなりの底堅さが見られる」と指摘。「問題は引き続き在庫が非常に限定されていることだ」と述べた。NARでは2017年の中古住宅販売について、前年比1.7%増加すると予想している。

(18)住宅市場の回復余地は大きいと考えられる



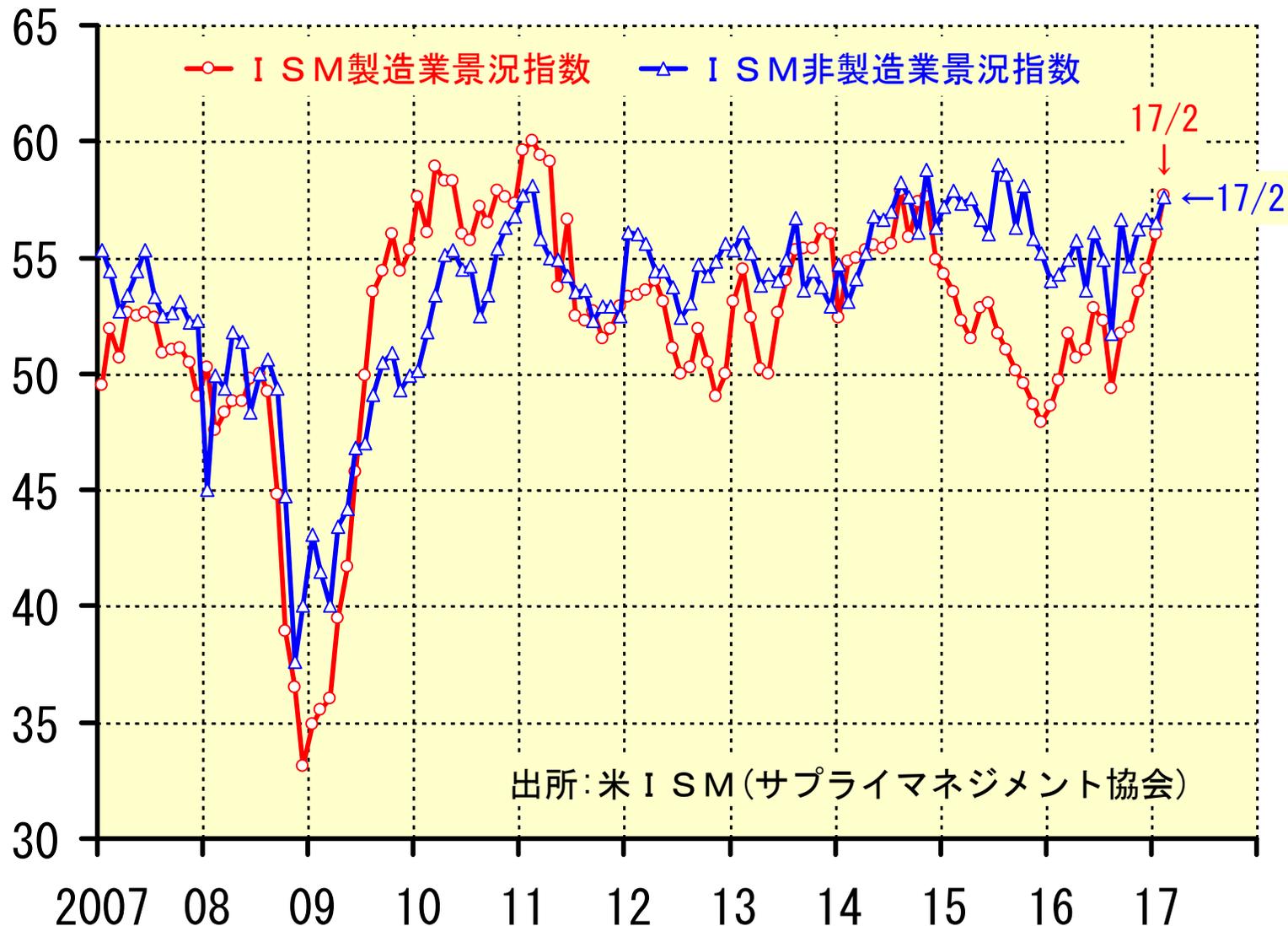
住宅については、2000年代半ばの住宅バブル崩壊後、中低所得層を中心に持家を手放し賃貸に住み替える動きとなり、**持家比率が大きく低下した**。しかし、現状の米国住宅市場は回復傾向を辿り、**賃貸住宅の家賃も上昇傾向にある**。そのため、賃貸から持家に戻る動きが強まることが期待される。奇しくもトランプ氏が大統領選挙で勝利して以降、長期金利が上昇し、住宅ローン金利も上昇が予想される。本格的な金利上昇前の駆け込み需要が喚起される可能性があるであろう。(大和証券投資戦略部)

(19)ドル高の悪影響は今のところ顕在化していない



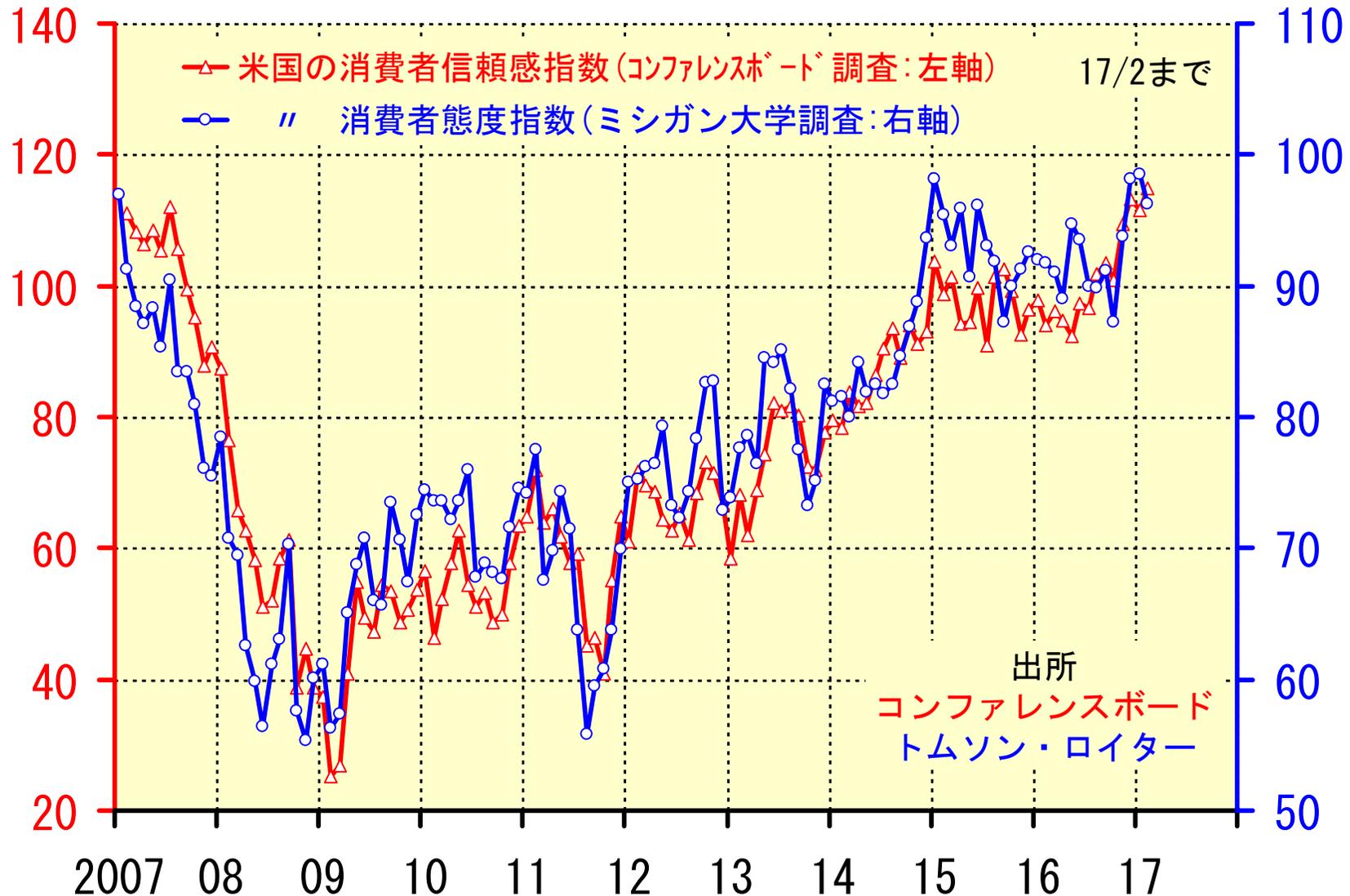
米商務省が発表した昨年12月の貿易収支の赤字額は前月比3.2%減の442億6200万ドルとなり、3カ月ぶりに赤字額が縮小した。輸出が1年8カ月ぶりの高い伸びを示し、輸入の増加を上回った。12月はモノとサービスを合わせた輸出が前月比2.7%増の1906億8800万ドルと、2015年4月以来1年8カ月ぶりの高水準を記録した。航空宇宙やバイオテクノロジー、電子など先端技術分野の製品の出荷が過去最高を記録した。産業用資材・原料や資本財、消費財、自動車の輸出も伸びた。ただ、輸出は長引くドル高の影響で依然抑制されている。ドルは昨年、米国の主要貿易相手国の通貨に対して4.4%上昇した。

(20)2月のISM景況指数は予想以上に上昇した



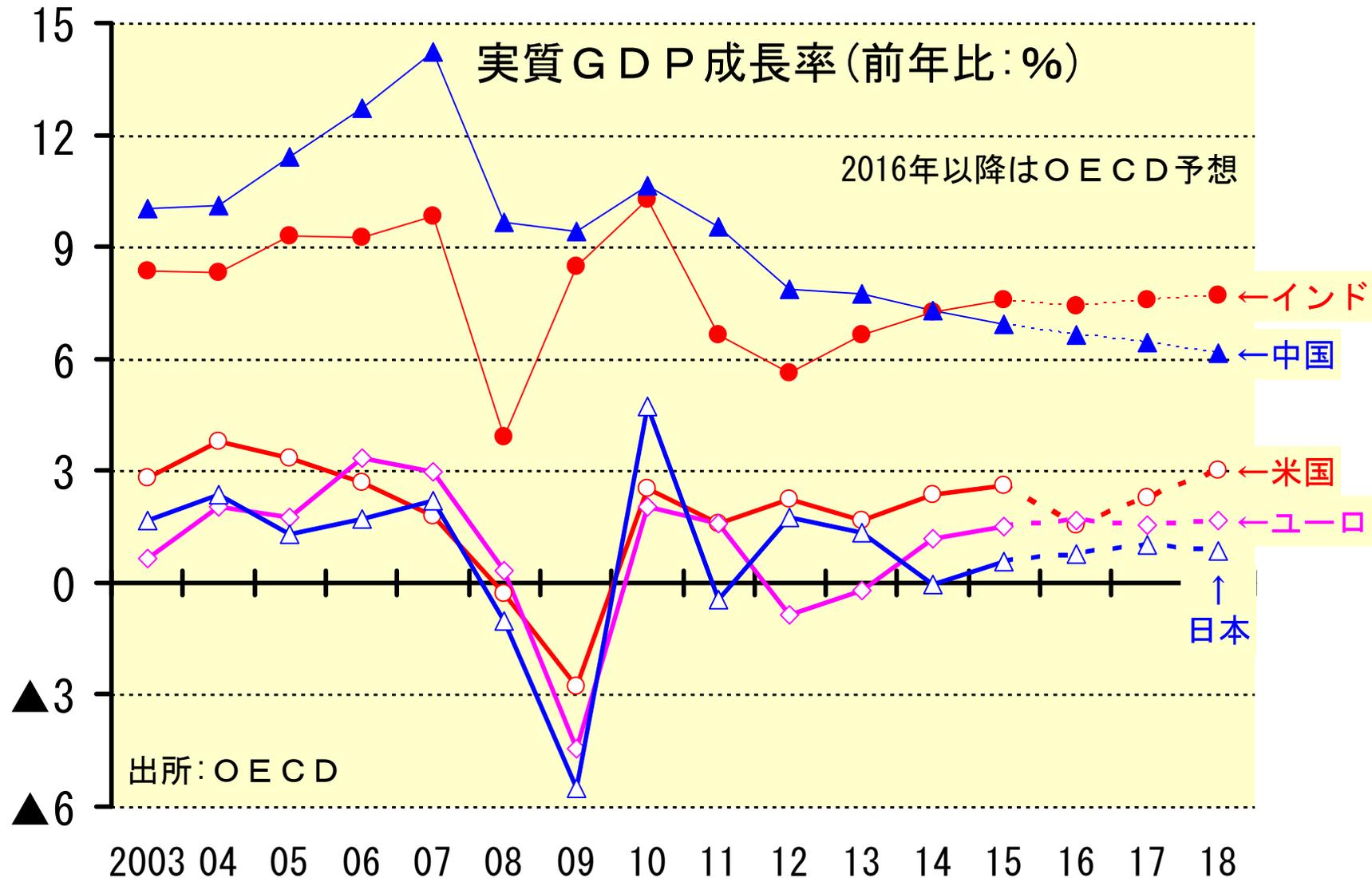
米サプライマネジメント協会(ISM)が発表した2月の米製造業景況感指数は前月から1.7ポイント上昇の57.7となり、2014年8月以来2年6カ月ぶりの高水準となった。製造業景気の拡大・縮小の境目である50を6カ月連続で上回り、市場予測(56.1程度)も上回った。同協会によると、2月の指数を年率換算すると、年4.5%の実質成長率に相当するという。また、2月の非製造業景況感指数は57.6となり、前月から1.1ポイント上昇した。2カ月ぶりの上昇で、2015年10月以来1年4カ月ぶりの高水準となった。

(21)ドル高の悪影響≒株高の好影響？



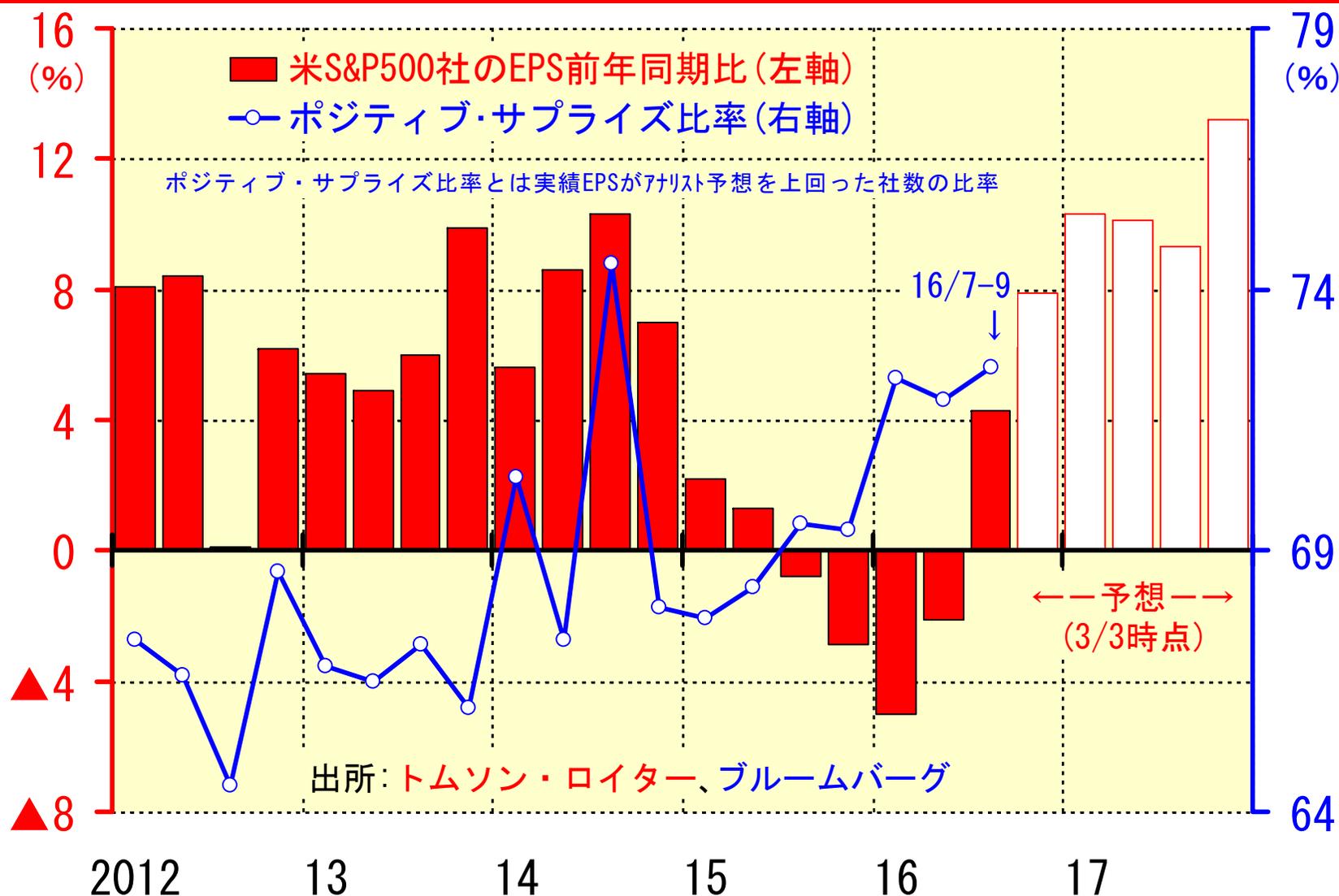
米国経済の先行きについては、引き続き個人消費主導の緩やかな景気拡大が続くという見通しに変更はない。トランプ新大統領は様々な政策に関して、早期に立法化を進めるとしているが、大規模な税制変更や財政支出などの政策が予算に盛り込まれるのは、早くても2017年10月から始まる2018年度予算となろう。短期的な影響として考えられるのは、金融市場経由での影響であるが、株価の上昇は個人消費や設備投資にとってプラスの材料となる一方で、ドル高の進行は輸出や設備投資にとって向かい風となる。プラス効果とマイナス効果が相殺されることで、短期的な経済見通しに与える影響はさほど大きくならないと見込む。(大和総研)

(22) 米国景気は2018年にかけて加速する可能性も



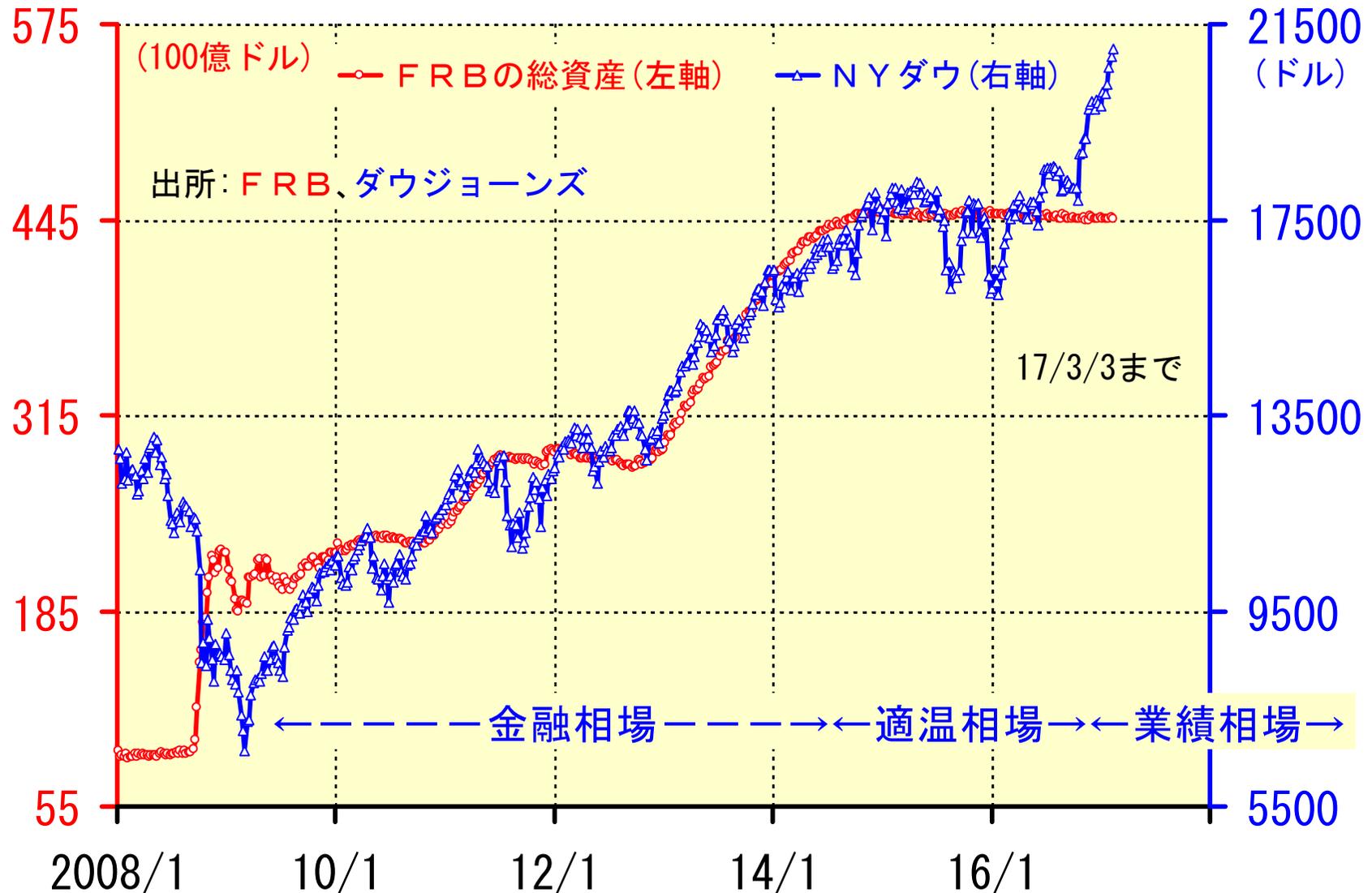
OECDは11月28日、2017年の世界経済の見通しを上方修正した。世界経済は「低成長のわな」に陥っているが、各国の財政政策で成長率が高まると分析した。実質GDPの伸び率は、9月時点の予測に比べ0.1ポイント引き上げて3.3%、新たな予測を出した18年は3.6%とした。16年は2.9%で据え置いた。米国は17年に2.3%、18年に3.0%と成長が加速する姿を描く。トランプ次期大統領が公約した5500億ドルのインフラ投資を予測に織り込んだ。消費や投資が活発になり、世界経済にも波及するとみている。米国の財政拡大による世界経済へ押し上げは、17年が0.1ポイント、18年は0.3ポイントになると試算した。

(23)米国企業は7-9月期から増益に転じたので・・



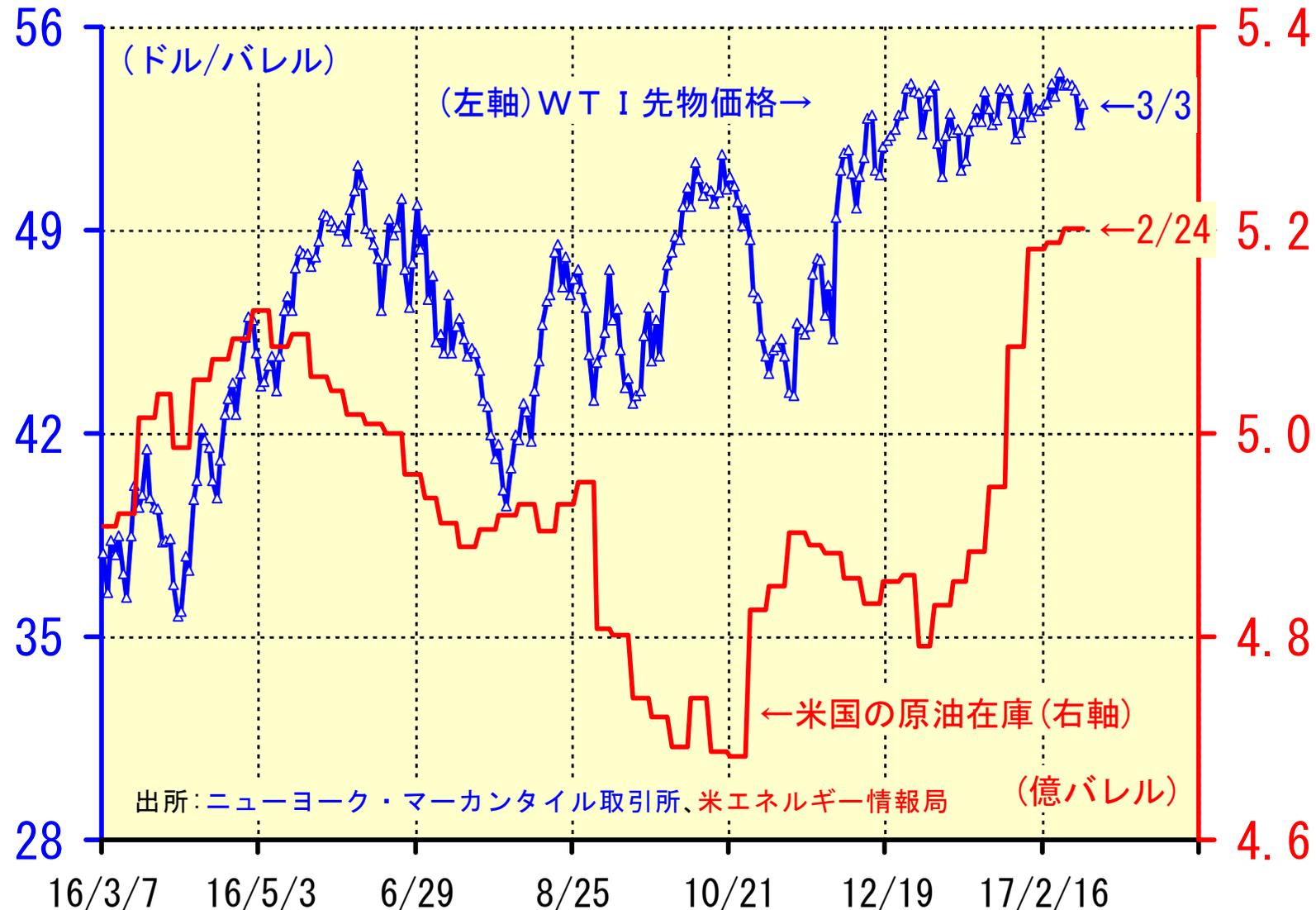
米主要企業の2016年10~12月期の純利益は、前年同期比で6%程度増えそうだ。米調査会社トムソン・ロイターが1月12日時点で主要500社についてまとめた数値によると、16年10~12月期は5.7%の増益が予想されている。決算での注目点はドル高の影響だ。ドルの総合的な価値を示すドル指数はおよそ14年ぶりの高水準にある。ドル高は米企業の米国外で稼いだ収益を目減りさせる。もっとも米サプライマネジメント協会(ISM)が発表する製造業景況感指数は昨年12月分では輸出受注も好調で、約2年ぶりの高水準を記録している。欧州や中国でも製造業の景況感が底入れしており、ドル高の逆風を打ち消す可能性もある。

(24)米国市場は「業績相場」に移行した可能性



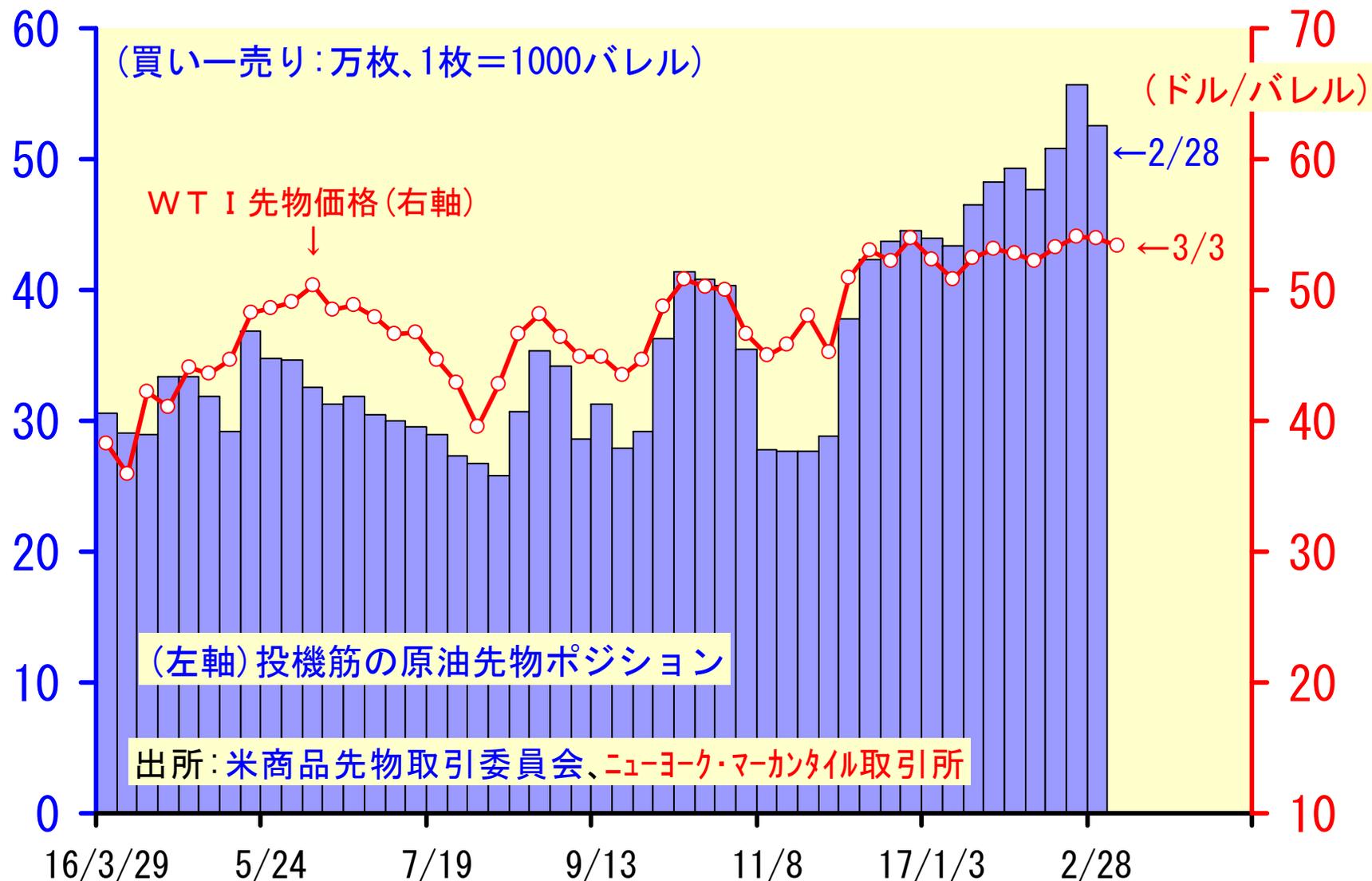
当面の米国株相場見通しとしては、目先の強気スタンスを維持したい。次なる政治的な節目は2月末に予定される施政方針演説であり、各種政策の法制化に向けた審議は3月以降に本格化していくと見られる。大統領令を巡る足元の混乱を見るにつけ、経済対策の取りまとめにも紆余曲折は予想される。政策実現への不信感が一時的にでも強まった場合には、相場の調整は免れないかもしれない。大統領就任後100日が経過したあたりの5月が要注意と見ているが、審議の進展次第では前倒しで調整場面が訪れる可能性もある。しかし、年央にかけて政策が固まっていくにつれて、株式市場でそれを再評価する流れが強まるとの考えは変わらない。(大和証券投資戦略部)

(25)OPECの減産は合意通りに始まり・・・



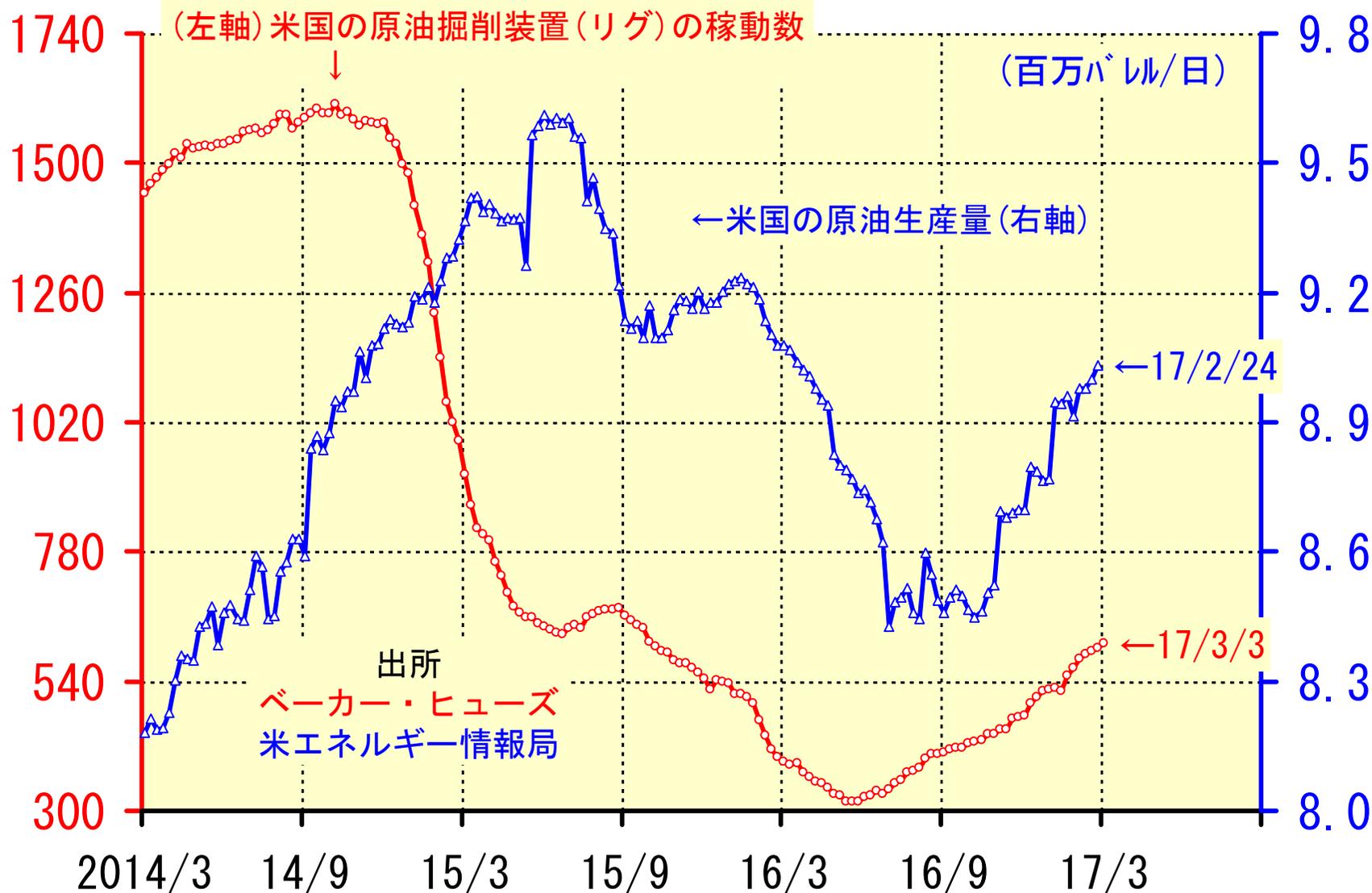
OPECが発表した1月の生産実績によると、加盟国は目標とする減産量の約9割を達成し、原油市場の需給改善に向けて強い意欲を見せた。OPECの過去の減産の平均の6割を大きく上回り、過去最高水準に達した。一方、OPECとの協調減産に応じた非加盟の主要産油国は減産への着手がやや遅れているとの見方が多く、ロイター通信は1月の減産の達成率は4割にとどまると報じた。今後の焦点は、6月で期限を迎える減産の期間を延長するかどうかだ。OPECの議長国サウジは現時点では延長の必要はないとの考えを示した。OPECは5月25日に開く次回の総会で減産の延長の是非を最終的に判断する予定だ。シェールの脅威が再び増すなかで、今後も協調体制を維持できるかどうか重要になっている。

(26) 投機筋の原油先物ポジションは高水準の買い越しだが・・



米エネルギー情報局(EIA)が発表した原油の商業在庫は、前週比150万バレル増の5億2018万バレルだった。統計をさかのぼれる1982年
 以来の水準を更新した。OPECが1月から減産を始めた一方で、原油在庫の増加が相場の重荷になっている。一方、米商品先物取引委員会(C
 FTC)が発表した2月28日時点の建玉報告によると、ニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYMEX)で投機筋(非商業部門)による原油先物の
 買い越幅は3週ぶりに縮小した。前週比3万1353枚少ない52万5254枚と、データが開示されている1986年以降で過去最高だった前週から減った。

(27)原油の供給過剰懸念が再燃する可能性も



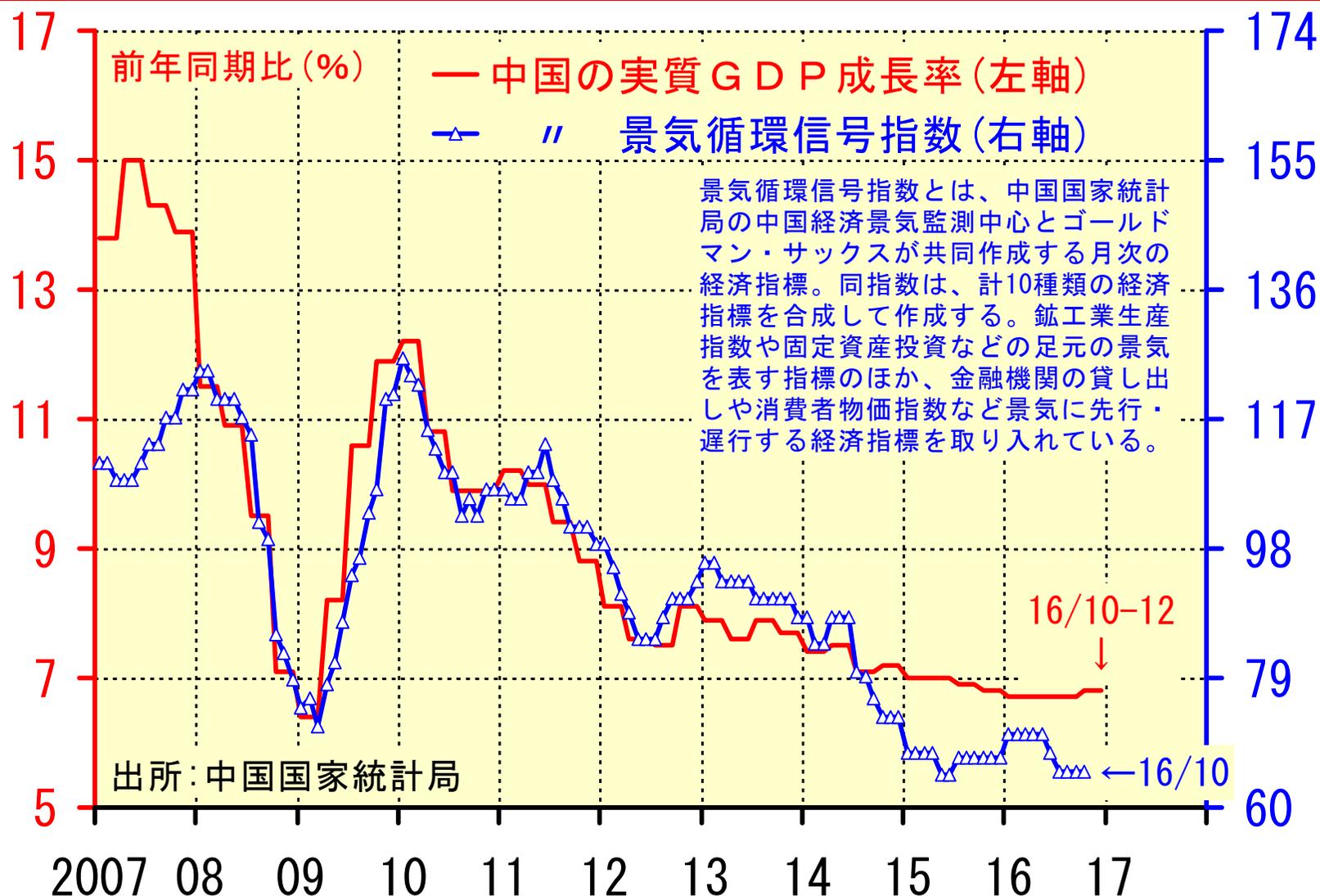
原油相場に下落シナリオが浮上している。国際価格はOPECの減産にもかかわらず小動きが続く。背景にあるのがシェール企業の動きだ。米石油サービス会社のベーカー・ヒューズが発表する米国の石油掘削装置(リグ)の稼働数は3月3日時点で609基。15年10月以来の高水準だ。シェール企業は将来掘り出す原油について、先物市場で売り注文を出し、販売価格を固定する。石油メジャーも動く。米シェブロンは17年の投資拡大を計画する。米エクソンモービルは米南部のパーミアン地区のシェール資産に投資すると報じられた。シェールの増産はOPECの減産効果をそぎ、上値を抑える要因となる。

(28) 昨年来の上海株式相場は堅調な展開が継続



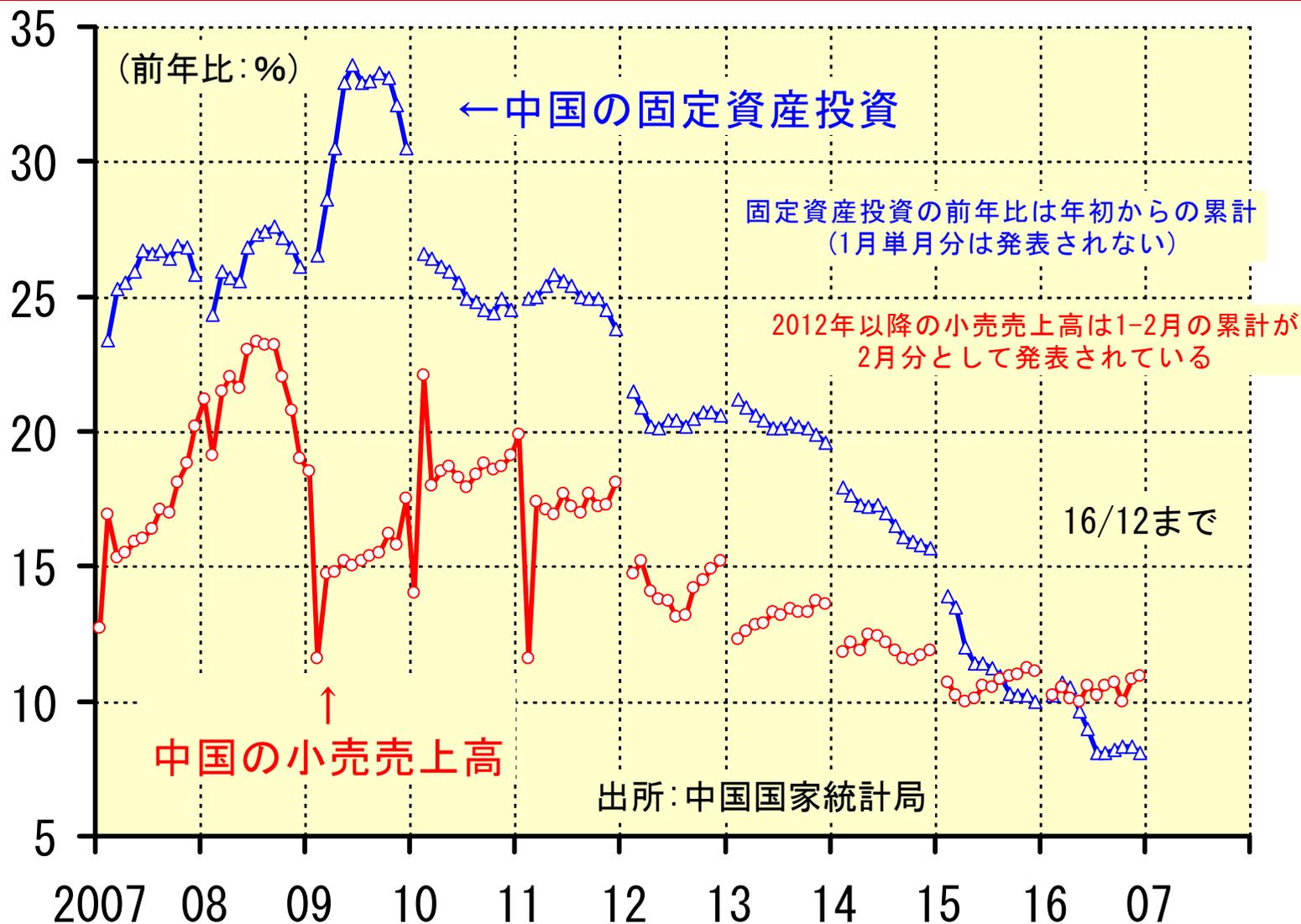
中国人民銀行(中央銀行)が春節(旧正月)明けとしては異例の金融引き締めに出た。金融機関に短期資金を供給する際の金利を相次いで引き上げたほか、2月4、6日には資金供給そのものを見送った。実体経済への影響が大きい預金と貸し出しの基準金利は動かさないようにしつつ、銀行間市場に巣くう資産バブルと人民元安の芽を摘むのが狙いだ。秋の中国共産党大会やトランプ米政権の動きもにらみ、人民銀の綱渡りが続く。

(29)中国景気は2016年に入ってから下げ止まり・・



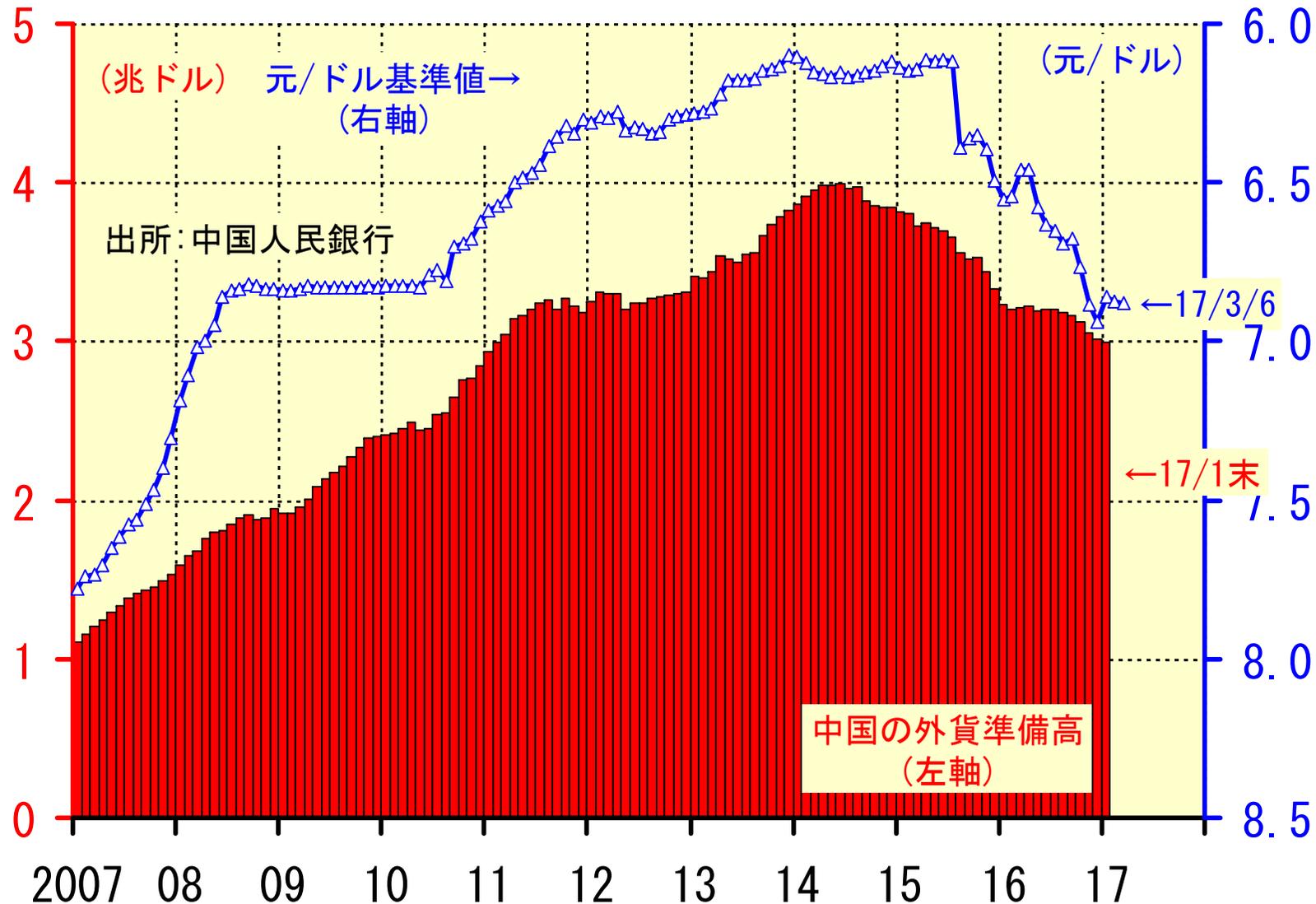
中国の第12期全国人民代表大会(全人代、国会に相当)が3月5日、北京の人民大会堂で開幕した。李克強首相は2017年の経済成長率目標を「6.5%前後」と表明。16年よりわずかに目標を下げつつ、最高指導部が入れ替わる共産党大会を秋に控えて経済や社会の安定を最優先し、減税など政策で景気を支える。16年10～12月の実質成長率は6.8%と2年ぶりに上向いたものの、公共投資など政策頼みが色濃い。17年も企業減税やインフラ投資などで景気を支え、財政赤字は2.38兆元(約39兆円)と前年より2千億元拡大する。貧困削減や環境対策といった社会の不満を抑える施策にも注力する。もっとも、中国府系シンクタンクでも中国経済の潜在成長率を6%台前半とし、「6.5%」の目標は高すぎるとの見方がある。

(30) 個人消費が中国経済のけん引役になりつつあるが・・・



中国経済の成長率は昨年10-12月に前年同期比ベースで2年ぶりに加速した。景気がさらに安定する形となり、共産党指導部が中立的な政策への移行を進め、トランプ次期米大統領との貿易摩擦の可能性に備える中で、余裕が生まれることになった。**12月の小売売上高は前年同月比10.9%増(市場予想は10.7%増)**。12月の工業生産は同6%増(市場予想は6.1%増)。**16年通年の固定資産投資は前年比8.1%増えた**。IHSマークイットのアジア太平洋担当チーフエコノミストは「従来の成長のけん引役だった**投資**と輸出が鈍る中、**個人消費**が経済成長の主要なエンジンとなっている」と指摘。「この傾向は中期的に続く見通しだ」と述べた。16年のGDP成長率への消費の寄与は64.6%だったと、統計局の当局者が会見で明らかにした。統計によると、サービス業は昨年のGDPの51.6%を占めた。 30

(31)「人民元ショック」の再来には注意が必要？



2016年の底堅い景気推移は、乗用車や住宅など、中国政府の政策がよく効く従来型産業が支えた。2017年は消費が減速する一方で、インフラ投資と外需が下支え役を果たすことで、景気は大きく落ち込むことはないであろう。実質GDP 成長率は2015年の前年比6.9%から2016年は同6.7%に減速したが、2017年も同6.4%程度と緩やかに減速していくと予想している。**2016年2月以降、外貨準備の急減は回避されていたが、再び減少幅が拡大し始めている。**元安と外貨準備急減の組み合わせは「人民元ショック」の引き金となり得るだけに、注意が必要であろう。(大和総研)

(32) 欧州の政治リスクに対する過度な懸念は不要か

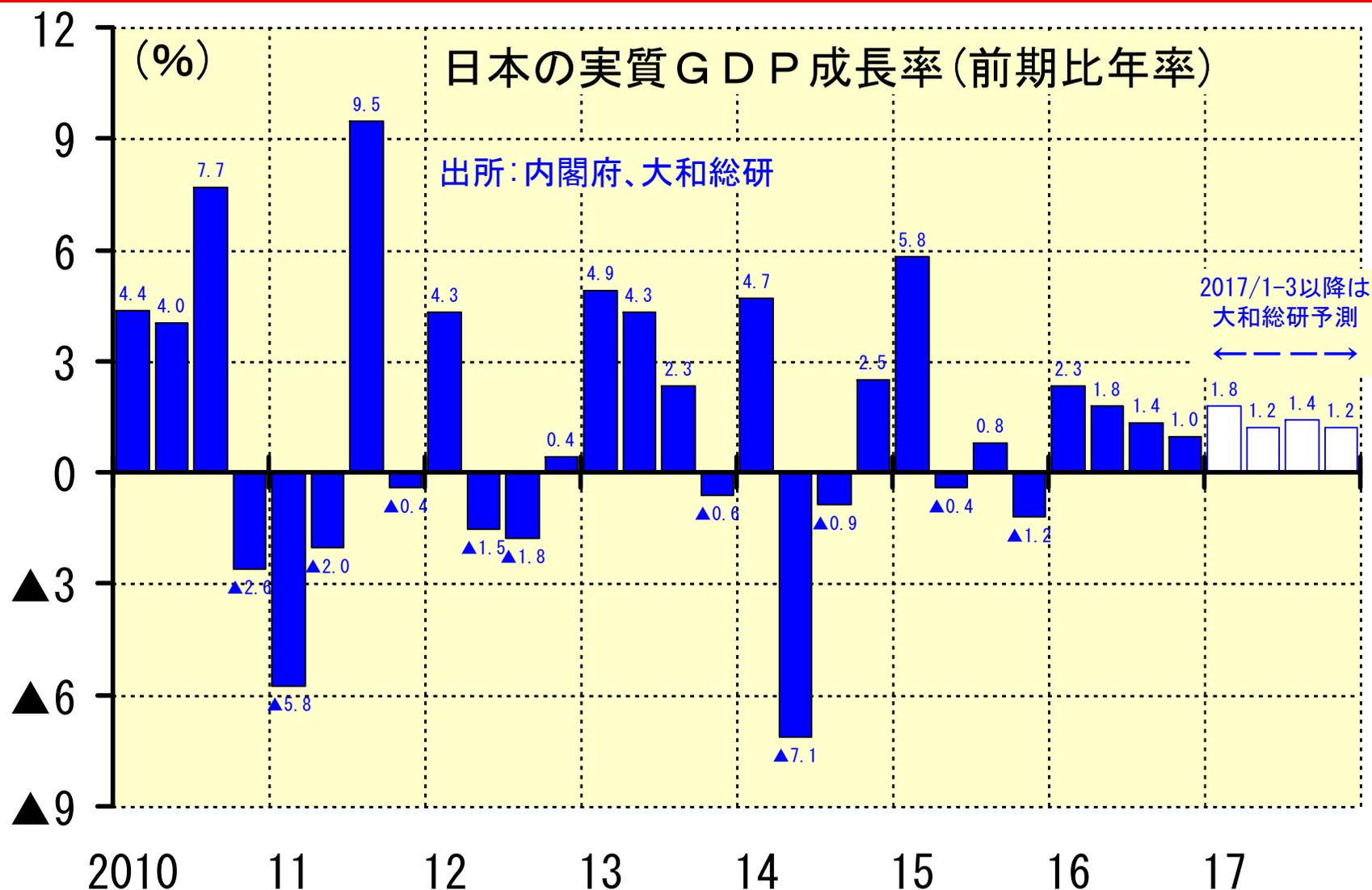
3/3付け大和総研レポート～オランダ議会選挙で始まる「欧州選挙年」～の要約

○2017年はEU主要国のオランダ、フランス、ドイツの国政選挙が集中する「欧州選挙年」である。2016年6月に英国が国民投票でEU離脱を決めて以降、他のEU加盟国で反EUを掲げる政治勢力の動向が注目されており、まずは3月15日のオランダの下院議会選挙で反EU、反イスラム教を掲げる自由党がどこまで議席を伸ばすか注目される。

○世論調査では自由党が第1党になる可能性が示唆されているが、連立相手がいないため与党にはなれないと予想される。とはいえ、自由党が現在の15議席から30議席程度へ大きく躍進すれば、それは国民が既存の政治に対する信頼を失っていることのバロメーターとなるだろう。

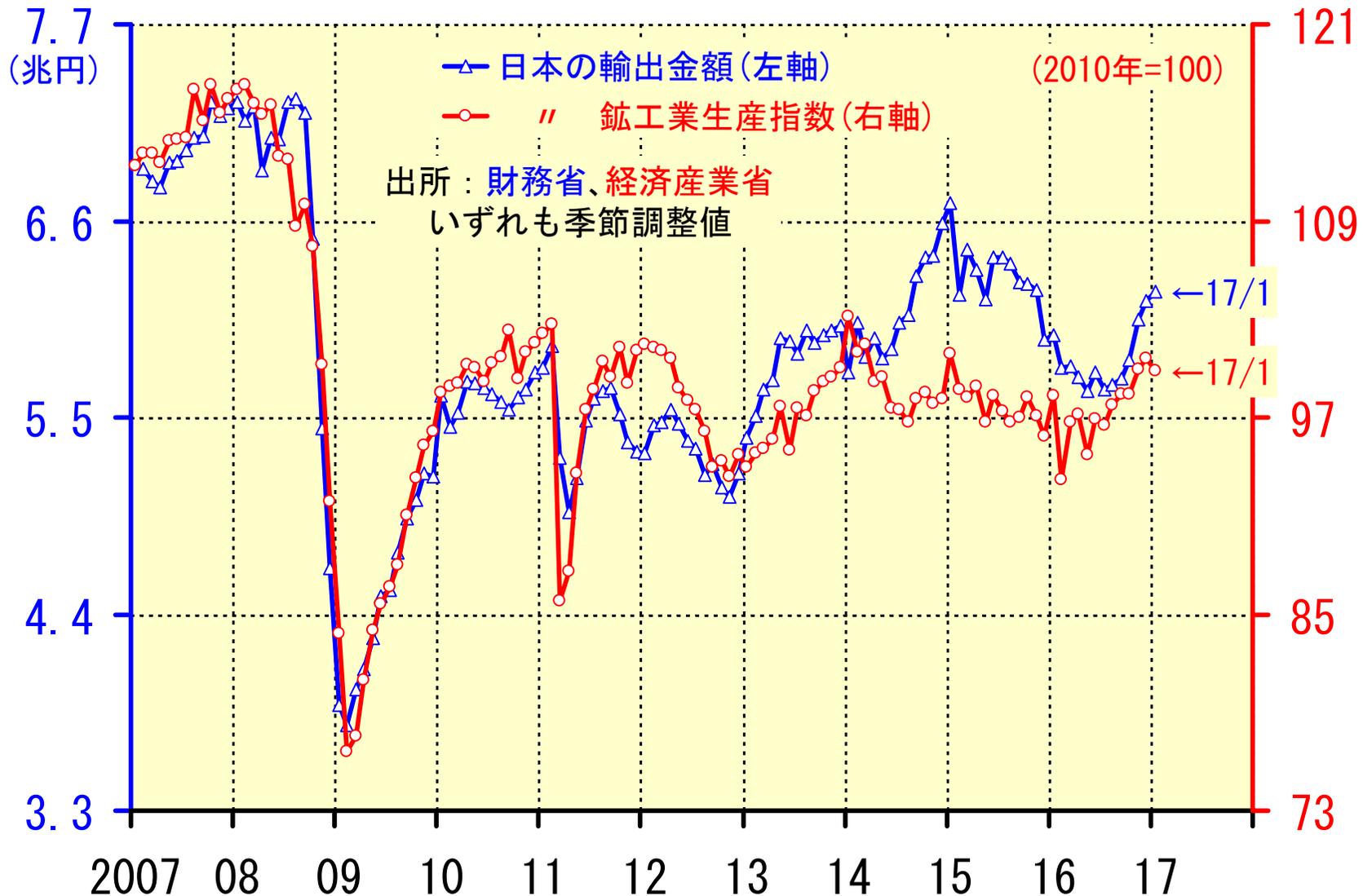
○2017年の国政選挙のうち、EU並びにユーロ圏の今後のあり方に一番大きな影響を持つ可能性があるのはフランス大統領選挙である。反EU、反ユーロ、反イスラム教を掲げる国民戦線のルペン党首は、大統領選挙で決選投票まで進むものの、決選投票では勝てないというのが今のところのコンセンサスだが、対立候補の弱さも目につく。反EUに象徴される既存の権威に対する反抗がどこまで大きなうねりとなるか、逆に既存の政党が巻き返しを図ることができるか、オランダの議会選挙は前哨戦として注目される。

(33)日本の10-12月期のGDPは4期連続増加し・・・



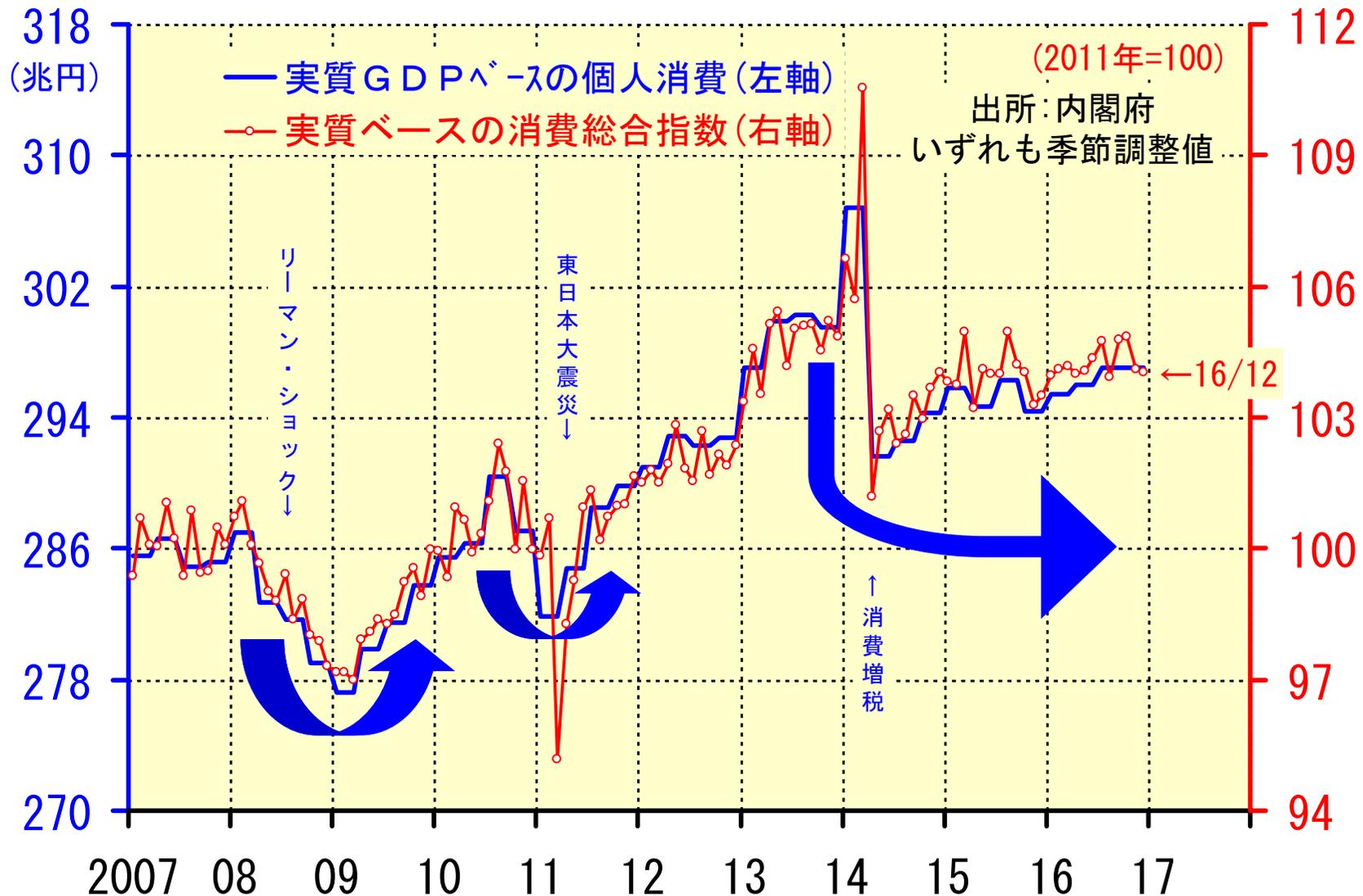
内閣府が発表した2016年10-12月期の実質GDPは前期比プラス0.2%、**年率換算プラス1.0%**となった。**4四半期連続のプラス成長で、景気は堅調に推移していることが示された。**世界経済の持ち直しを背景に輸出の伸びが前期比プラス2.6%と輸入のプラス1.3%を上回り、引き続き全体の成長率を外需で稼ぎ出した。内需では設備投資の健闘が目立つ。前期比プラス0.9%と、しっかりとした増加を示した。資本財出荷や機械受注が堅調なことから、老朽化設備の更新や新規の情報化投資などが出てきているものとみられる。他方で個人消費は前期比マイナス0.0%となり、4四半期ぶりに増加が止まった。天候不順による生鮮食品の高騰が響き、消費者がその他の消費を節約する動きが出たとの見方がある。

(34)輸出や生産には回復の兆しがあるが・・・



財務省が発表した1月の貿易統計速報(通関ベース)によると、輸出額(原数値)は前年同月比1.3%増の5兆4219億円で、2カ月連続のプラス。今年は中国で1月28日から春節が始まった。昨年は2月上旬で、春節の間は現地工場の稼働が止まるため、輸出が減る。重油などが短期的に増えたため中国向け輸出は3.1%増だったが、財務省は「春節がなければもっと増えていた」とした。米国向け輸出は6.6%減。自動車は10.1%減だった。トランプ米大統領が貿易不均衡の是正を訴えるなか、財務省は自動車の輸出減について「(トランプ政権による)輸出減の兆候は見られていない。市場動向によるもの」とみている。

(35) 個人消費の回復は引き続き遅れている



総務省が発表した2016年12月の家計調査によると、2人以上の世帯の1世帯あたり実質消費支出は、前年同月比0.3%減った。10カ月連続の減少で、16年2月のうるう年の影響を考慮すると1年4カ月連続。魚介類や生鮮野菜の高騰で家計の節約志向が強まり、食品の買い控えが目立った。総務省は消費の基調判断について「弱い動きがみられる」として据え置いた。品目別に増減率をみると、食料が3.2%減だった。不漁の影響で高騰したイカやカニの購入が少なくなり、魚介類が8.6%減った。生鮮野菜は9.3%減、「被服及び履物」も1.2%減った。2人以上の世帯のうち勤労者世帯の消費支出は2.2%増となり、8カ月ぶりに上向いた。雇用環境は良好な状態が続いていることから、総務省は「持ち直す環境が整ってきた。収入増が消費に結びつく動きが続くかどうか、注視する」としている。 35

(36)有効求人倍率は25年ぶりの高水準だが・・・



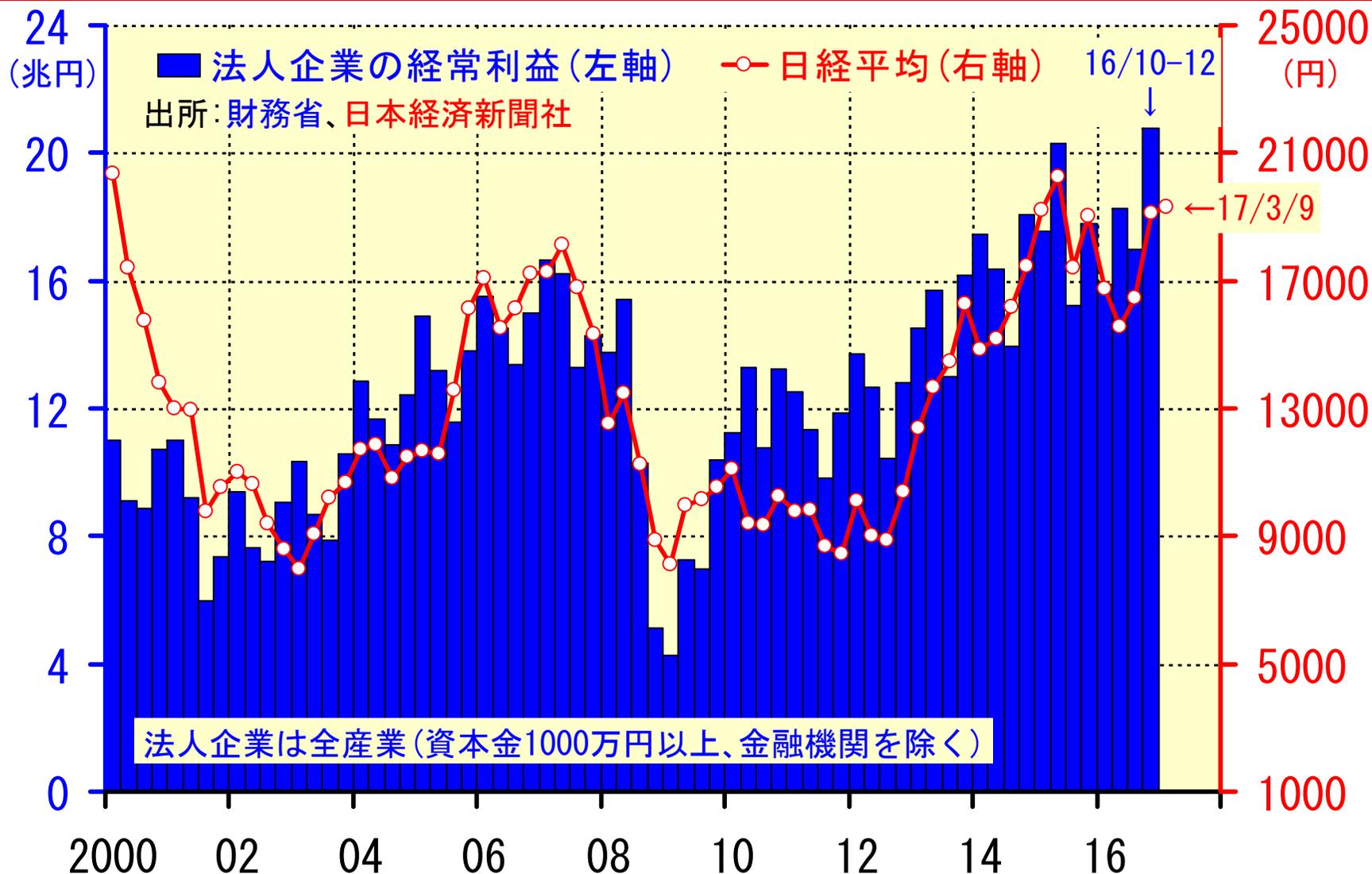
厚生労働省が発表した1月の有効求人倍率(季節調整値)は前月比横ばいの1.43倍だった。企業の求人と求職者がともに小幅に増加した。業種別でみると、製造業やサービス業などでは求人増が目立った。雇用の先行指標とされる新規求人倍率は2.13倍となり前の月に比べて0.06ポイント低下した。正社員の有効求人倍率は0.92倍となり前月と同水準だった。就業地別の有効求人倍率は全都道府県が1倍を上回った。

(37) 所定内給与(基本給)の伸びは高まっていない



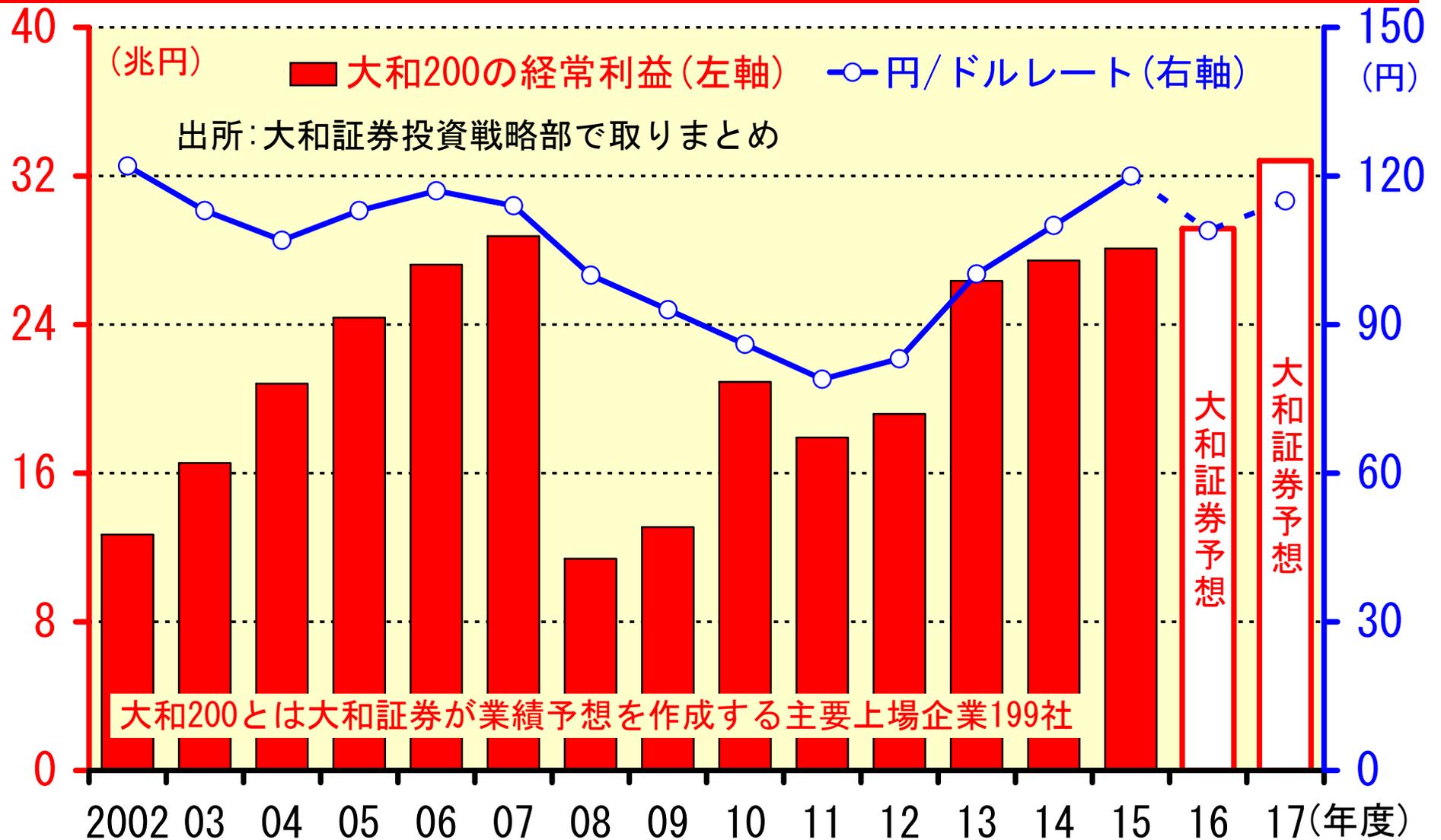
2017年2月に日本経済研究センターが公表したESPフォーキャスト調査(民間エコノミストによる予測の集計)によると、四半期ベースの物価上昇率(前年同期比)は2016年7-9月期を底に持ち直して、2017年1-3月期からプラスに転じ、2019年1-3月期の1.06%まで緩やかに上昇するが、日銀が目標とする2%には届かない。したがって、日銀の追加緩和観測は今後も続く可能性が高いと考えられる。ただし、日銀は2016年1月のマイナス金利の導入決定を最後に、それまでのサプライズ戦略を市場との対話路線に転換した可能性が高く、今後予想される追加緩和は良くも悪くもサプライズ的な追加緩和にはならないと考えられる。(大和証券投資戦略部)

(38) 法人企業は昨年10-12月期に過去最高益を更新



財務省が発表した2016年10～12月期の法人企業統計によると、全産業(資本金1千万円以上、金融機関を除く)の経常利益額は20兆7579億円となり、15年4～6月期(20兆2881億円)を上回り過去最高となった。原油や石炭など資源関連の市況改善で、製造業、非製造業ともに増益だった。化学で29.9%増、卸売業・小売業では24.1%増だった。情報通信機械では不採算事業の売却で利益が改善した。経常利益の改善は2四半期連続。7～9月期はサービス業で持ち株会社の受取配当金が増え、10～12月期は主に資源価格上昇が寄与した。持続するかは不透明で、財務省は「注意深く見る必要がある」とみている。10～12月期の為替レートは1ドル＝109円43銭と前年同期より11円18銭円高が進み、輸出企業には逆風だった。

(39) 来年度も経常増益の可能性が高い



「大和集計210」の金融除く198社(大和集計200)を対象に、企業業績を集計した。経常利益予想は為替前提の円安修正、資源価格高を追い風に2016年度、2017年度ともに増額修正。16年度は15年度を上回る増益率となり、過去最高益を更新する見通し。17年度は発射台が上がっても2ケタ増益見通しを維持し、力強い回復方向。(大和証券投資戦略部)

(40)ボトムアップによる日経平均の想定

	予想税引利益 増益率[%]			日経平均 予想EPS		日経平均想定 [円]				
	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2017 年度	2018 年度	2017年12月末				
						PER 13倍	PER 14倍	PER 15倍	PER 16倍	PER 17倍
100円/ドル 105円/ユーロ	9.4	4.0	7.6	1,224	1,317	16,800	18,100	19,400	20,700	22,000
105円/ドル 110円/ユーロ	10.1	6.5	7.3	1,263	1,355	17,300	18,600	20,000	21,300	22,600
110円/ドル 115円/ユーロ	10.8	9.0	7.1	1,301	1,392	17,800	19,200	20,500	21,900	23,300
115円/ドル 120円/ユーロ	11.6	11.5	6.8	1,339	1,430	18,300	19,700	21,100	22,500	23,900
120円/ドル 125円/ユーロ	12.3	13.9	6.6	1,377	1,468	18,800	20,200	21,700	23,100	24,600
125円/ドル 130円/ユーロ	13.0	16.3	6.4	1,415	1,506	19,300	20,800	22,200	23,700	25,200

(注1)業績予想は大和予想(大和210ベース)

(注2)業績予想は2/28時点 (注3)為替前提は2017年1月以降の前提。

(出所)大和証券作成

(41) 日本株のPERは米国株に比べれば割安

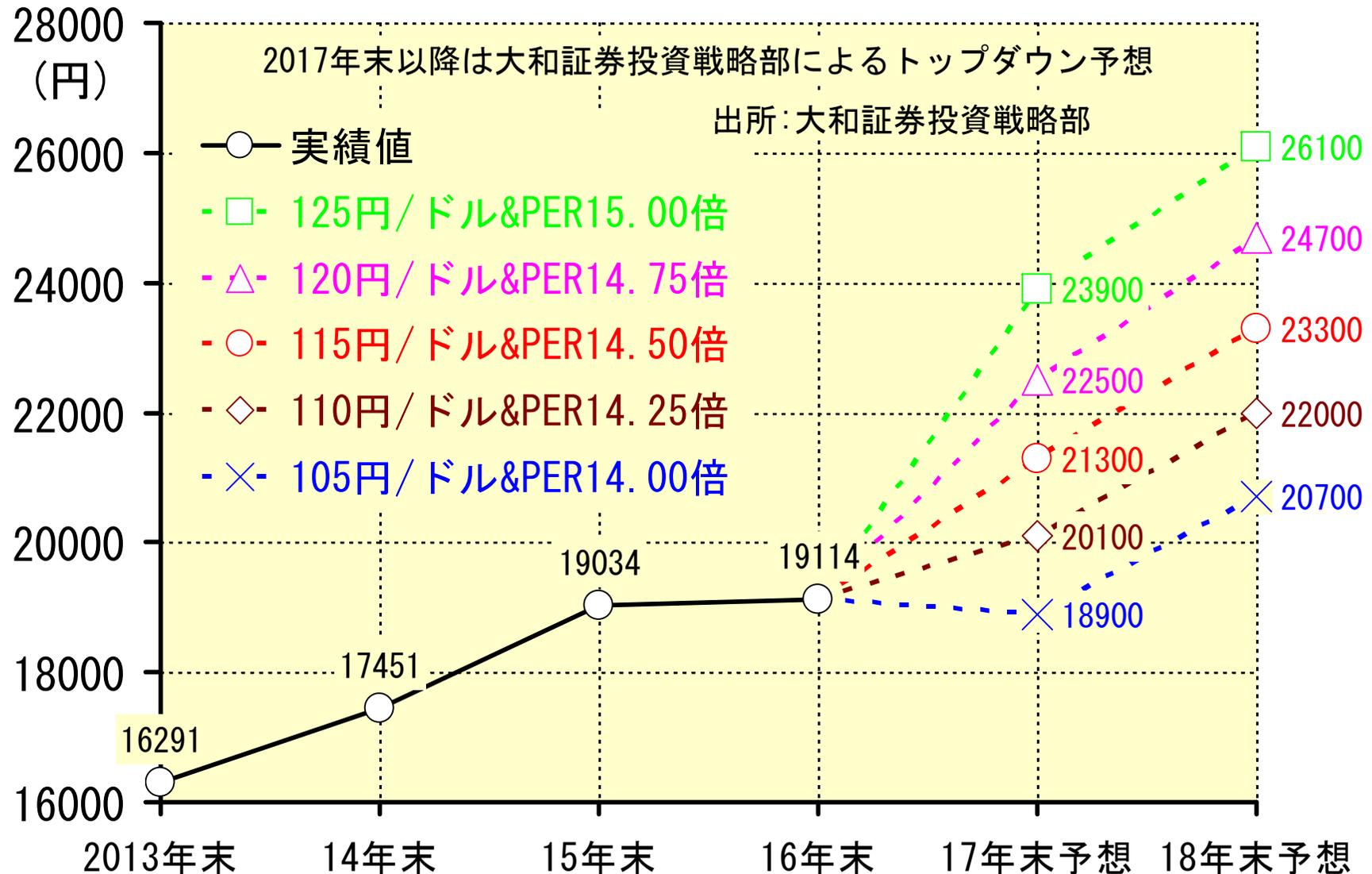
主要国上場企業の業績予想とPER及びPBR

2017/3/2 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	3.7	0.12	13.5	1.08	14.5	1.24
米国	5.7	▲ 0.25	10.8	▲ 0.97	18.3	2.87
英国	9.3	0.04	15.9	▲ 2.56	14.7	1.82
ドイツ	3.1	0.41	7.9	0.35	14.0	1.68
中国	11.1	▲ 0.05	14.4	▲ 4.10	12.1	1.46
香港	5.2	▲ 1.05	7.7	0.38	15.6	1.14
世界	6.1	▲ 0.02	12.3	▲ 0.59	16.2	2.06

(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

(42) トップダウンによる日経平均の想定



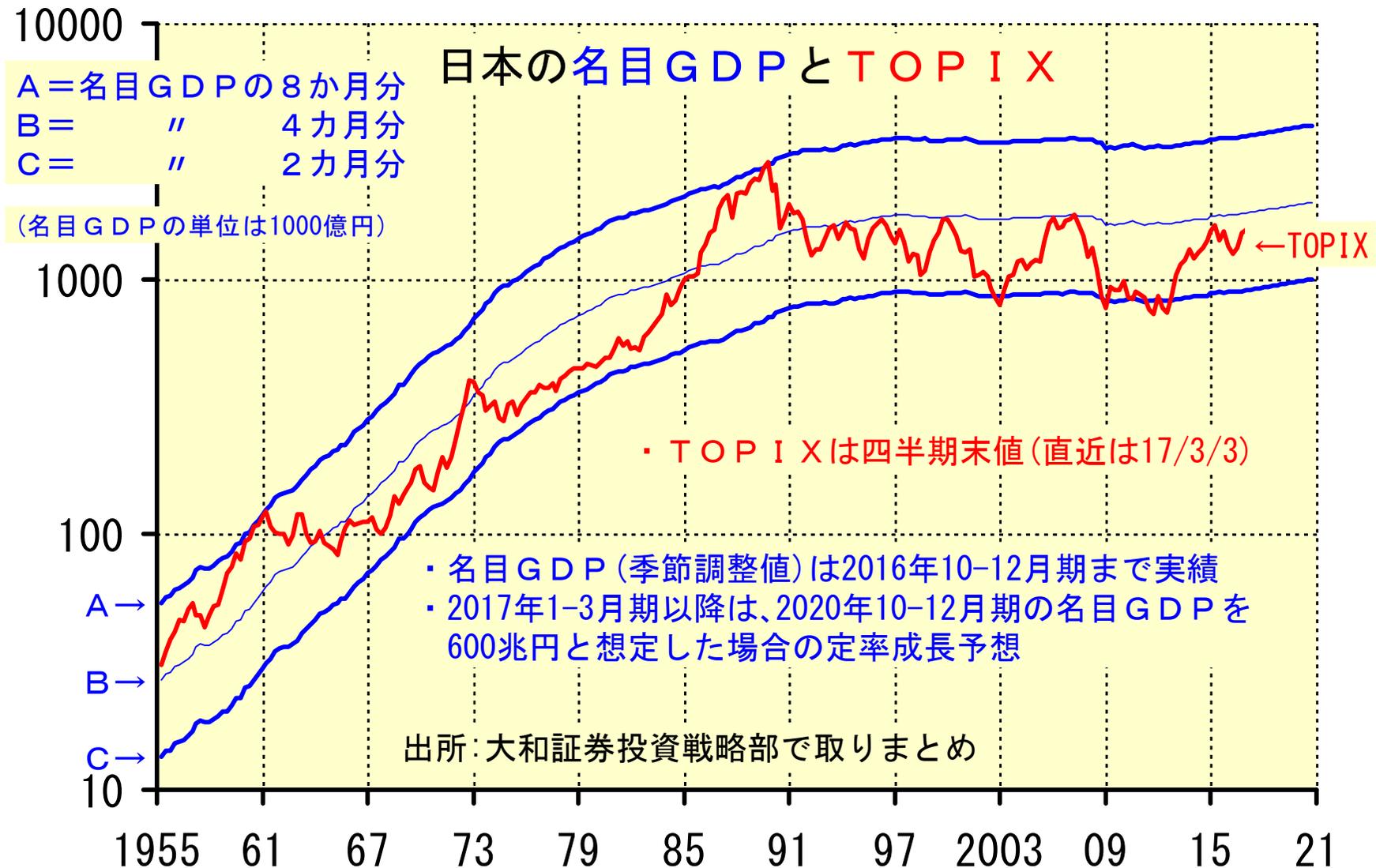
上図は、為替レート別の日経平均株価の予想値を示したモノである(TOPIXの12ヵ月先予想EPSと12ヵ月先予想PERを基に2017~18年の各年末のTOPIX予想値を算出し、NT倍率から試算)。予想期間115円/ドルならば、17年3月末に20,000円、17年12月末に21,000~21,500円を目指す展開が予想される。予想期間120円/ドルならば、17年3月末に21,000円、17年12月末に22,500円前後を目指す展開となろう。(大和証券投資戦略部)

(43)円安が続けば東京市場では先物主導の株高が続きやすい



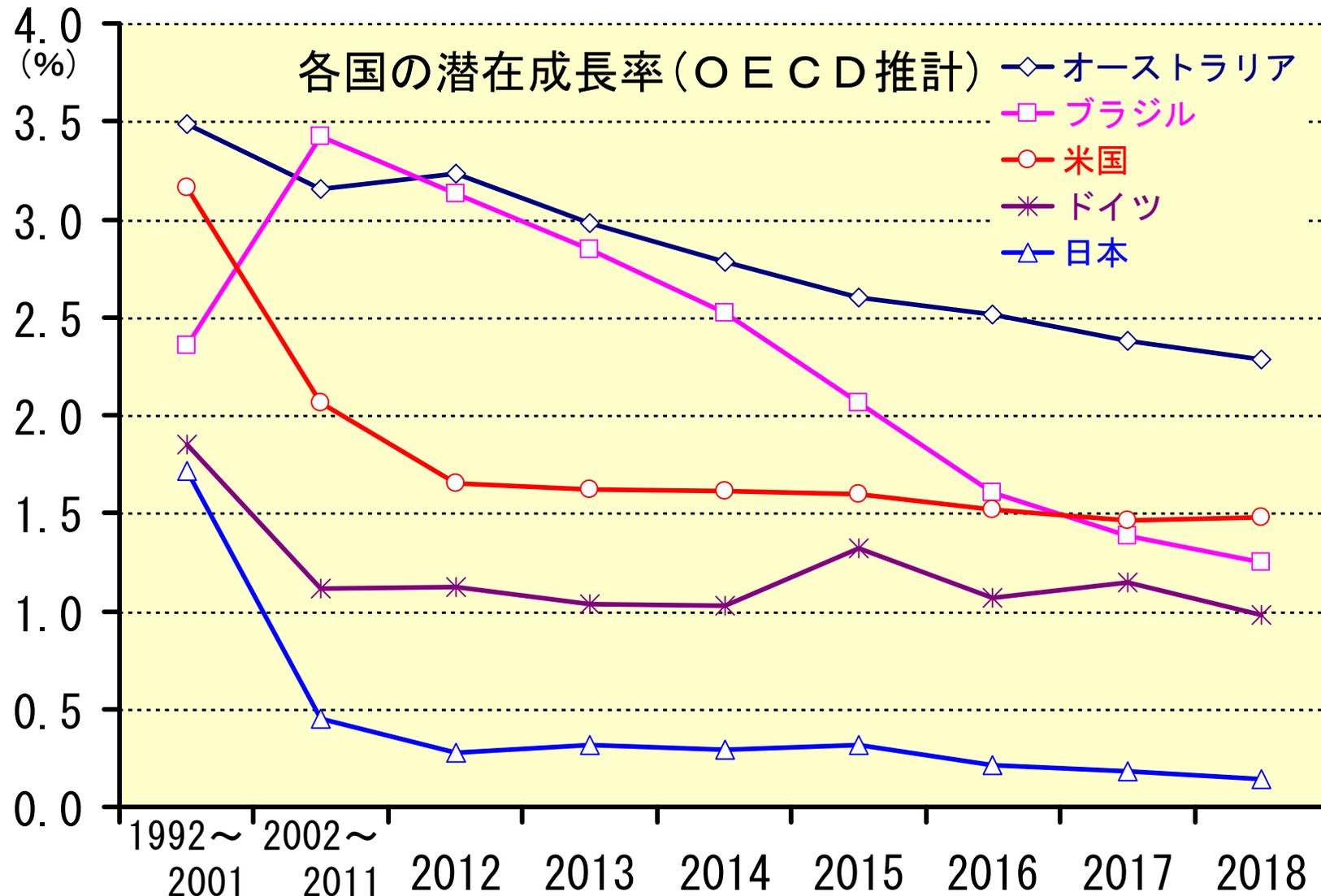
東京証券取引所が発表した2月24日時点の裁定取引に伴う現物株の買い残高(期近・期先合計)は2週連続で増加した。前の週に比べて373億円増の1兆7232億円だった。この週(2月20日～24日)の日経平均株価は48円(0.25%)高と小幅に上昇した。トランプ米大統領の議会演説の内容を見極めたい投資家が多く、相場は膠着感が強かった。米国株の連日の最高値更新が市場心理を支えた。現物株の裁定売り残高は2週ぶりに減少した。売り残高は前の週に比べ42億円減の2263億円だった。

(44)2017年の日経平均は23000円にチャレンジする可能性もあるが..



日本の名目GDPとTOPIXの関係を見ると、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)

(45) 潜在成長率の回復には構造改革が不可欠



「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。

(46)ダイワの月間参考銘柄(3月号)

米国の「チェンジ」に対応する企業

キャタピラー	CAT/A0900
ゴールドマン・サックス	GS/A1894
JPモルガン・チェース	JPM/A0800
シャーウィン・ウィリアムズ	SHW/A4390
ティファニー	TIF/A4425
信越化学工業	4063
太平洋セメント	5233

独自の成長力を有する企業

日本M&Aセンター ○	2127
テンプホールディングス	2181
スタートトゥデイ	3092
ポーラ・オルビスホールディングス	4927
任天堂	7974
ソフトバンクグループ	9984

世界的な競争力を有する企業

昭和電工	4004
ダイキン工業	6367
ソニー	6758
ファナック ○	6954
トヨタ自動車	7203
三菱商事	8058

外部環境にブレない内需関連企業

かんぽ生命保険	7181
三菱UFJフィナンシャル・グループ	8306
ニトリホールディングス	9843

ROE向上及び株主還元への期待

日本電産	6594
東京エレクトロン	8035
三菱地所 ○	8802

競争力の高いサービス・商品を提供する銘柄

アップル	AAPL/A0490
ブロードコム	AVGO/A1038
ウォルト・ディズニー	DIS/A4810
エヌビディア	NVDA/A5249
ペイパル・ホールディングス	PYPL/A3989

モバイル普及のメリットを享受する銘柄

フェイスブック	FB/A2818
アルファベット	GOOGL/A1962

米国の消費拡大の恩恵が期待される銘柄

アマゾン・ドット・コム	AMZN/A1507
ビザ	V/A5120

好業績欧州銘柄

ASMLホールディング ○	ASML/A1147
インディテックス	ITX/L1190
SAP ○	SAP/D0760

中国の内需拡大関連銘柄

アリババ・グループ・ホールディング	BABA/A1111
テンセント	700/N0700
AACテクノロジーズ	2018/N2018

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 29 年 2 月 28 日現在）

大末建設(1814) イテケン(1847) 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) ケイアイスター不動産(3465) 大江戸温泉リゾート投資法人(3472) ウイルブルスホールディングス(3538) コーエーテックホールディング(3635) ディー・エル・イー(3686) 神島化学工業(4026) テイクアンドギブ・ニーズ(4331) トリケミカル研究所(4369) 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) ウィルグループ(6089) 日進工具(6157) 鎌倉新書(6184) 三相電機(6518) ダブル・スコープ(6619) アドバンテスト(6857) 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) トランザクション(7818) 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 28 年 3 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。

浅沼組(1852) ヨシムラ・フード・ホールディングス(2884) 鳥貴族(3193) アクティブア・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) 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) パロックジャパンリミテッド(3548) スシローグローバルホールディングス(3563) ドリコム(3793) グローバルウェイ(3936) シルバーエッグ・テクノロジー(3961) エイトレッド(3969) マクロミル(3978) ユーザーローカル(3984) OAT アグリオ(4979) リクルートホールディングス(6098) アトラエ(6194) リファインパース(6531) 日宣(6543) キーエンス(6861) ジャパンインベストメントアドバイザー(7172) リンガーハット(8200) 大垣共立銀行(8361) 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) 大和証券オフィス投資法人(8976) 大和ハウスリート投資法人(8984) ジャパン・ホテル・リート投資法人(8985) ファイズ(9325) レノバ(9519)（銘柄コード順）