

トランプの米国と株式市場 ～マネーはどう動くのか～

2017年5月17日

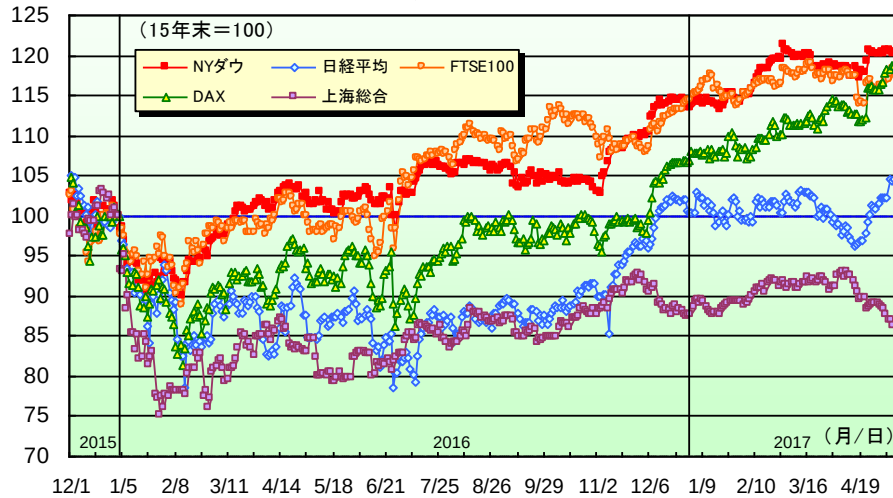
大和証券 投資戦略部
チーフ グローバル ストラテジスト
壁谷 洋和

当セミナーのポイント

- 高値更新の米国株は、景気や企業業績が好調で、年末にかけてはさらなる株価上昇も期待できる。
- 牽引役となるのはITセクター。米国の景気拡大の恩恵を最大限に享受。株価に極端な割高感はない。
- リスク要因となるのは、米金融引き締めペースの加速、原油価格の下落、中国経済の失速など。

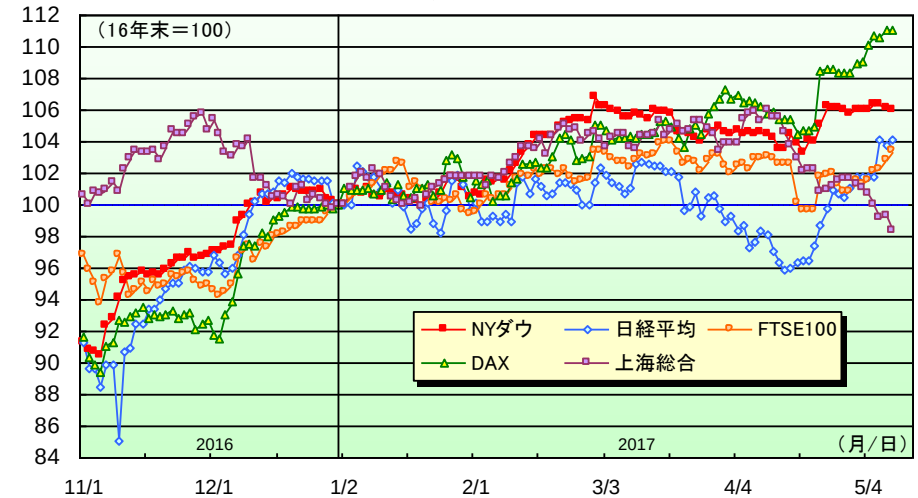
地政学リスクの後退で市場に安心感広がる

主要株価指数の推移(2015年末～)



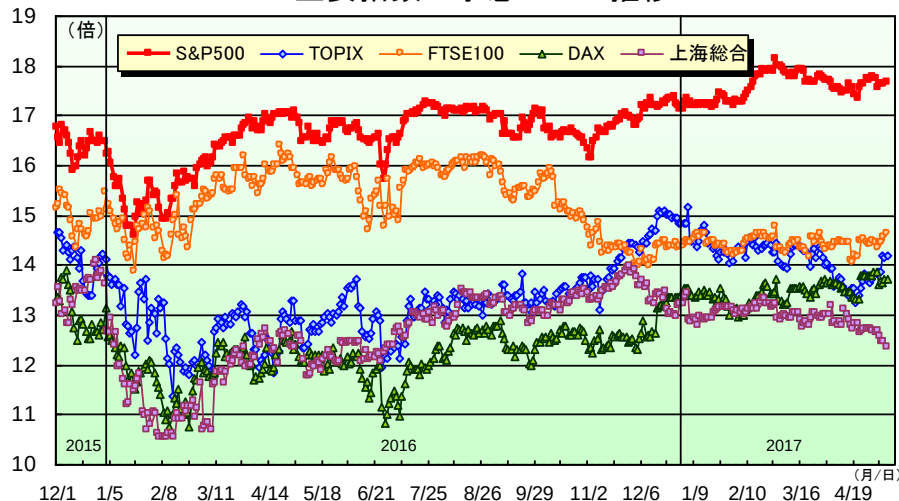
(出所) Bloombergより大和証券作成 (注) 2015年末を100として指数化

主要株価指数の推移(2016年末～)



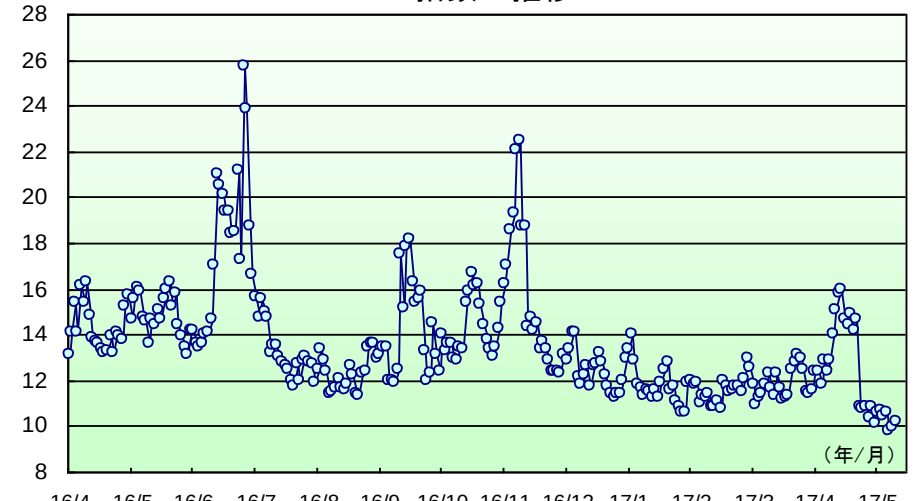
(出所) Bloombergより大和証券作成 (注) 2016年末を100として指数化

主要指数の予想PERの推移



(出所) トムソン・ロイターより大和証券作成 (注) 12ヵ月先予想利益ベース

VIX指数の推移



(出所) Bloombergより大和証券作成

トランプ政策への期待は控えめに現実的な着地点を見据える

トランプ大統領の就任演説骨子

- 米国を再建する
- 米国民に権力を戻す
- 米国第一主義を実行
- 米国製品を買い、米国人を雇用する
- 同盟を強化し、新たな同盟を構築
- イスラム過激主義のテロを撲滅
- 米国を再び偉大にする



トランプ大統領による施政方針演説の骨子

- 法人税率を引き下げ、中間層向けに大規模な減税を実施
- 1兆ドルのインフラ投資を議会に求める
- オバマケア(医療保険改革)の撤廃と代替策を議会に求める
- 環太平洋経済連携協定(TPP)離脱
- 不法移民規制や国境の管理強化。メキシコ国境への壁建設に近く着手
- 過激派組織「イスラム国」(IS)撲滅でイスラム諸国を含む同盟国と協力
- 米軍を再建し、国防費を大幅に増額する
- 北大西洋条約機構(NATO)を強く支持、同盟諸国に公平なコスト負担を期待

(出所) 大和証券作成

主要日程

1月3日	新議会開会
1月11日	大統領選後初となる記者会見
1月20日	大統領就任式・就任演説
2月28日	施政方針演説(一般教書に該当)
3月10日	米雇用統計
3月16日	予算教書の概要発表 債務上限適用再開
3月24日	オバマケア改廃案・採決断念
8月までに?	税制改正案可決目標
10月1日	2018会計年度スタート

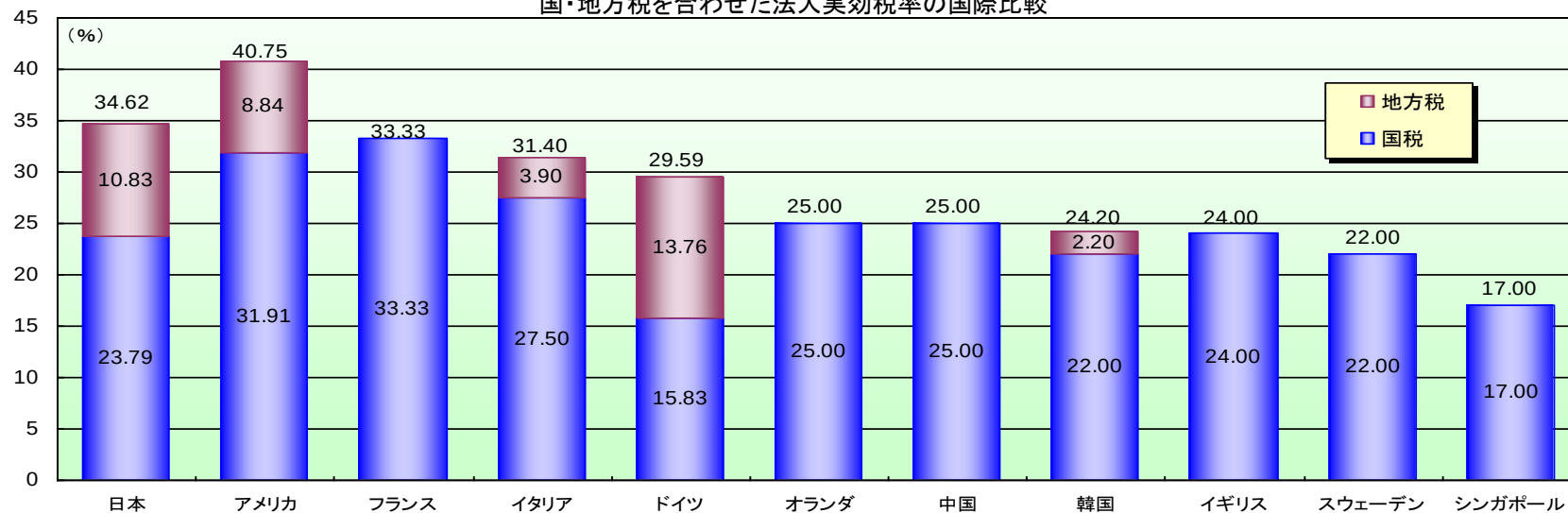
一般教書	上下両院に外交や内政情勢を報告し、今後1年間の施政方針を表明
予算教書	次年度予算案の編成方針を大統領が議会に提示(詳細は事後)
大統領経済報告	当面の経済情勢に関する判断を示す

米国では、議会に予算編成権があり、また、行政府には法案提出権がないため、議会が歳入、歳出に関する予算関連法案を独自に作成して審議する。したがって、通常予算教書は議会に対する大統領の提案に留まり、何ら拘束性を有していない。
予算教書は法的には参考資料程度の意味しかないが、実務上は問題のない部分はそのまま受け入れられる。また、議論の余地がある部分についても歳出法案について大統領が拒否権を行使することができるため、議会とホワイトハウスとの交渉により予算教書の内容を歳出法案にかなり反映させているのが実情である。

(出所) 大和証券作成

法人減率のグローバル標準は20%台半ば

国・地方税を合わせた法人実効税率の国際比較



(出所)財務省資料より大和証券作成

法人減税による利益押し上げ効果の試算

法人税率 (減税後)	米国内利益の割合				
	20%	40%	60%	80%	100%
30%	1.5%	3.1%	4.6%	6.2%	7.7%
25%	3.1%	6.2%	9.2%	12.3%	15.4%
20%	4.6%	9.2%	13.8%	18.5%	23.1%
15%	6.2%	12.3%	18.5%	24.6%	30.8%

(出所)大和証券作成

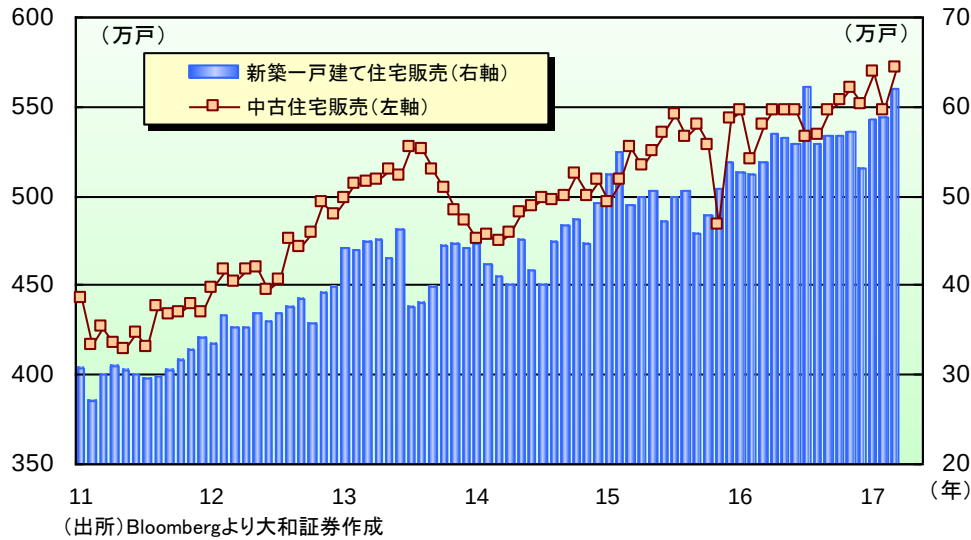
大統領選後の為替推移(ドル円)

業種	S&P500採用企業		海外売上10%以下		海外売上50%以上	
	企業数	構成比	企業数	構成比	企業数	構成比
エネルギー	36	7%	6	7%	6	8%
ヘルスケア	60	12%	11	12%	14	18%
一般消費財・サービス	82	16%	16	18%	5	7%
金融	63	13%	17	19%	3	4%
公益	28	6%	11	12%	1	1%
資本財	69	14%	4	4%	9	12%
情報技術	66	13%	2	2%	24	32%
生活必需品	37	7%	5	6%	5	7%
素材	25	5%	1	1%	9	12%
電気通信	5	1%	3	3%	0	0%
不動産	29	6%	14	16%	0	0%
合計	500	100%	90	100%	76	100%

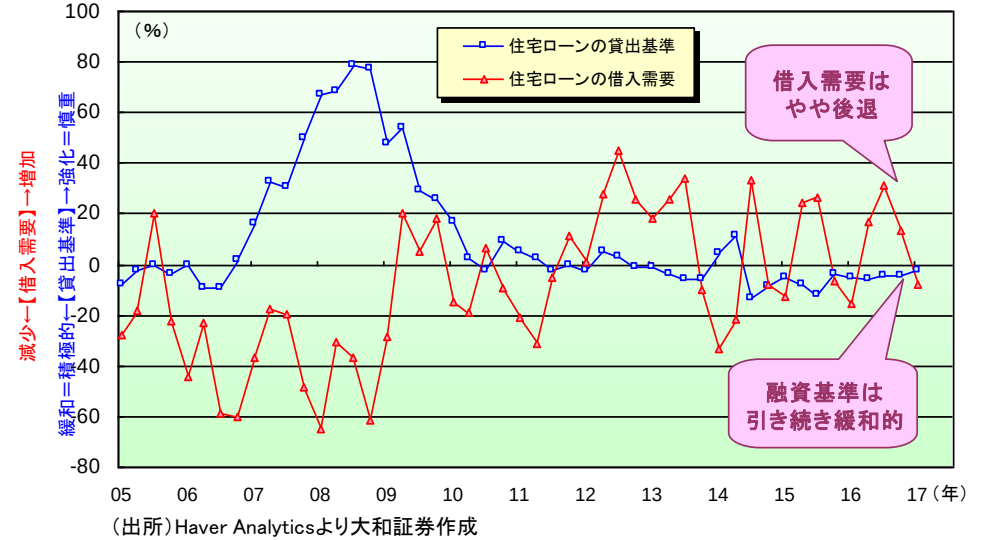
(出所)Bloombergより大和証券作成

住宅販売は息吹き返し好調持続

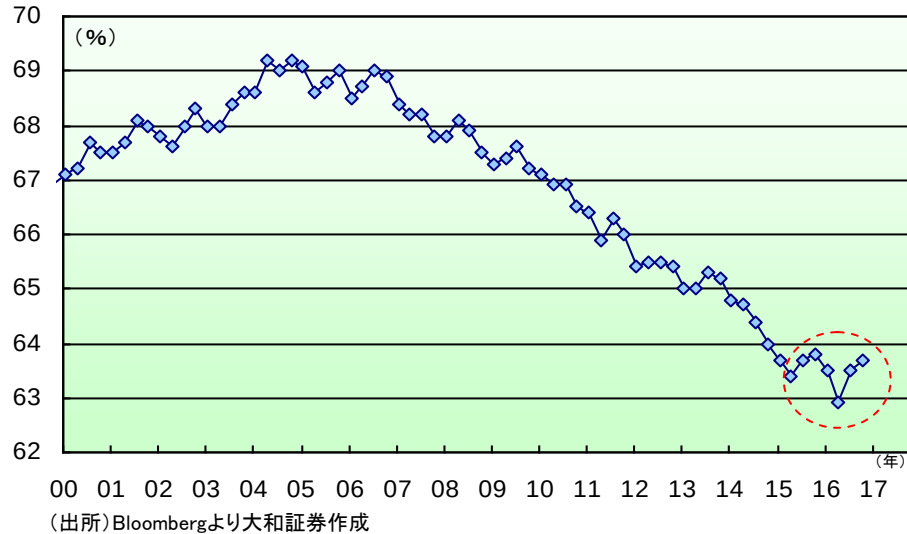
米新築・中古住宅販売の推移



住宅ローンの貸出基準と借入需要に対するスタンス



持家比率の推移

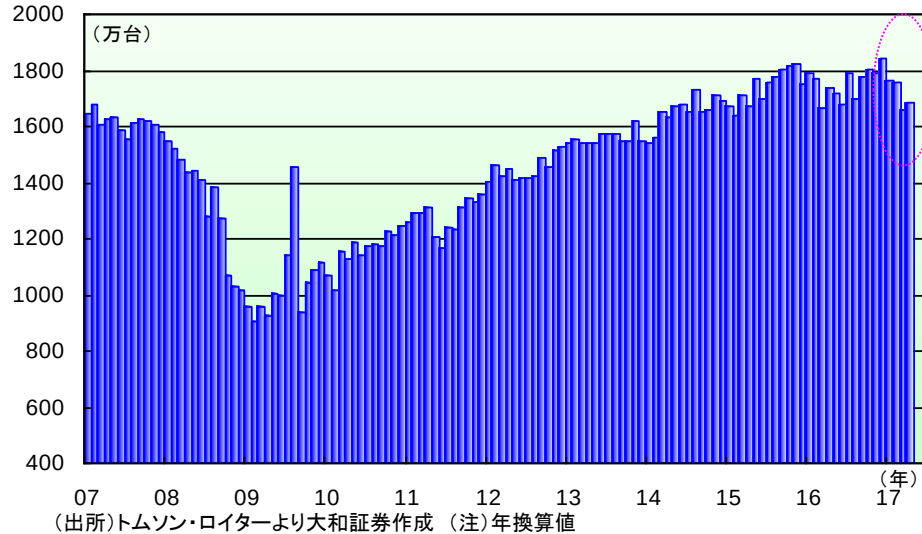


住宅取得能力指数の推移



新車販売は4ヵ月ぶりに増加

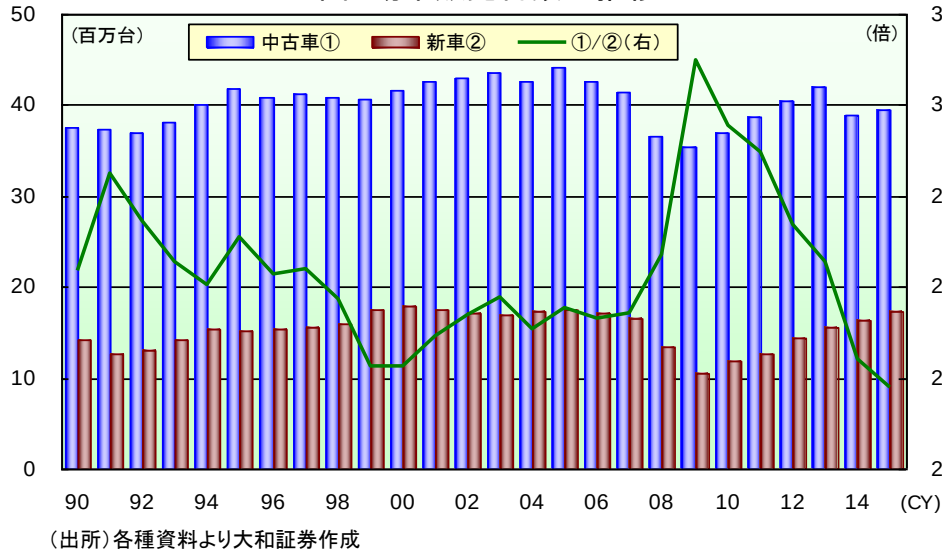
米新車販売台数の推移



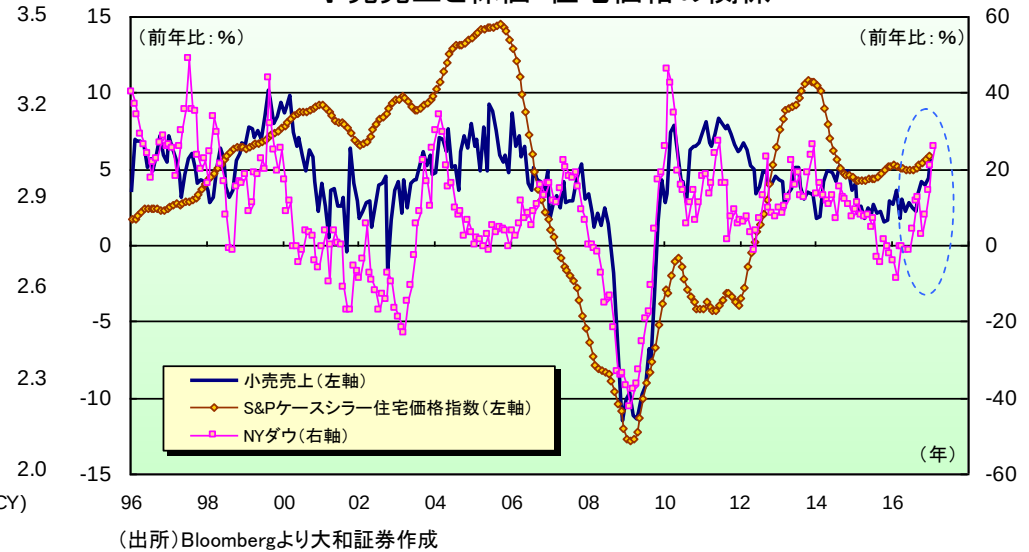
中古車価格 (Manheim Index) の推移



米自動車販売台数の推移

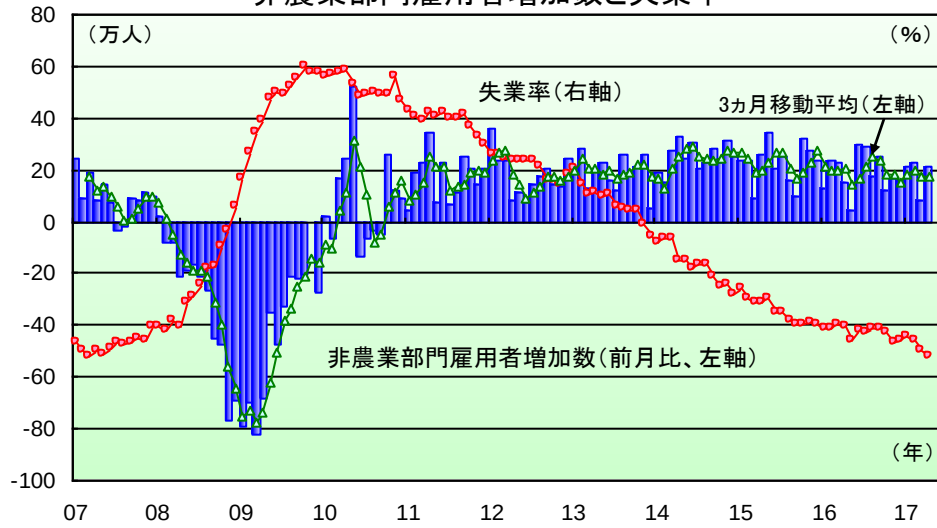


小売売上と株価・住宅価格の関係



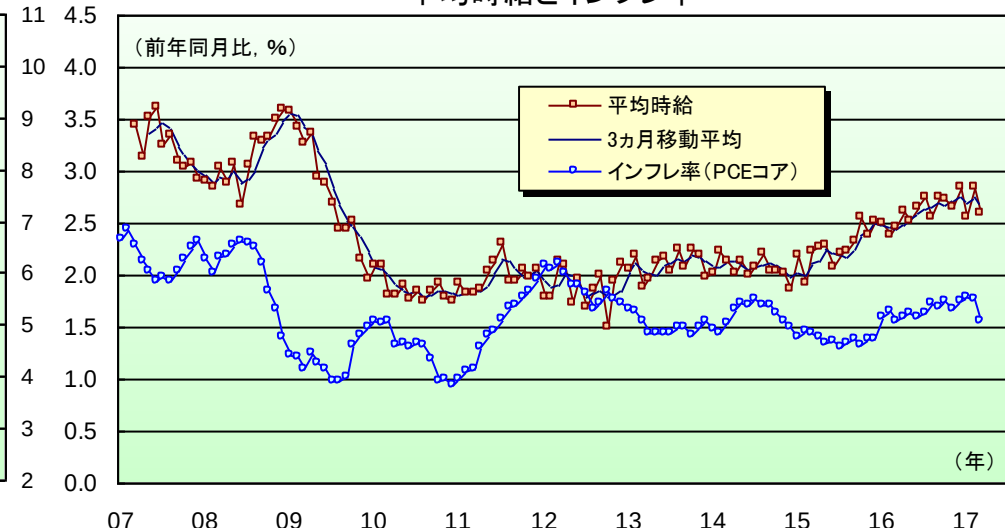
5月雇用統計では失業率の低下が顕著に

非農業部門雇用者増加数と失業率



(出所)トムソン・ロイター等より大和証券作成

平均時給とインフレ率



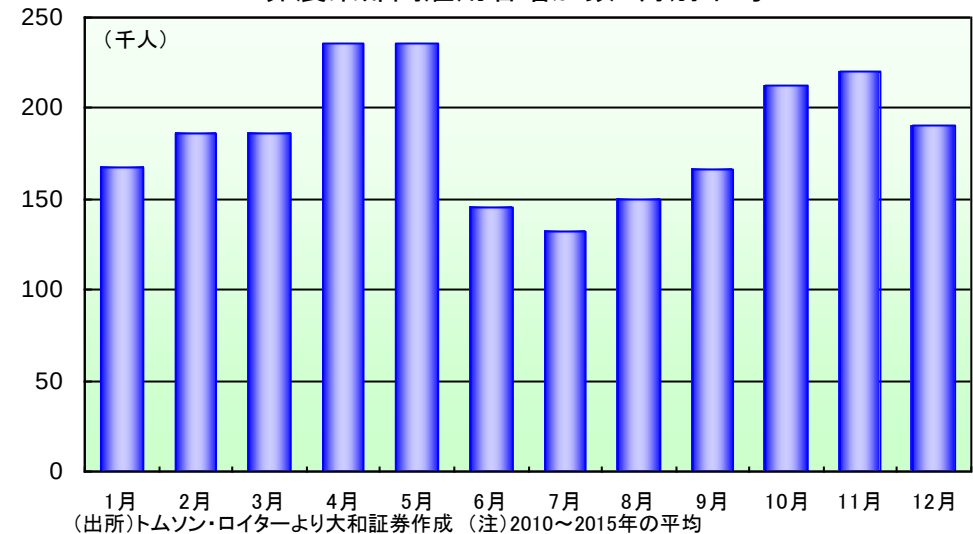
(出所)トムソン・ロイター等より大和証券作成

FOMCメンバーによる経済見通し(17年3月)

Variable	Median				Central tendency				Range			
	2017	2018	2019	Longer run	2017	2018	2019	Longer run	2017	2018	2019	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.1	1.9	1.8	2.0-2.2	1.8-2.3	1.8-2.0	1.8-2.0	1.7-2.3	1.7-2.4	1.5-2.2	1.6-2.2
September projection	2.1	2.0	1.9	1.8	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.0	1.8-2.0	1.7-2.4	1.7-2.3	1.5-2.2	1.6-2.2
Unemployment rate	4.5	4.5	4.5	4.7	4.5-4.6	4.3-4.6	4.3-4.7	4.7-5.0	4.4-4.7	4.2-4.7	4.1-4.8	4.5-5.0
September projection	4.5	4.5	4.5	4.8	4.5-4.6	4.3-4.7	4.3-4.8	4.7-5.0	4.4-4.7	4.2-4.7	4.1-4.8	4.5-5.0
PCE inflation	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8-2.0	1.9-2.0	2.0-2.1	2.0	1.7-2.1	1.8-2.1	1.8-2.2	2.0
September projection	1.9	2.0	2.0	2.0	1.7-2.0	1.9-2.0	2.0-2.1	2.0	1.7-2.0	1.8-2.2	1.8-2.2	2.0
Core PCE inflation	1.9	2.0	2.0		1.8-1.9	1.9-2.0	2.0-2.1		1.7-2.0	1.8-2.1	1.8-2.2	
September projection	1.8	2.0	2.0		1.8-1.9	1.9-2.0	2.0		1.7-2.0	1.8-2.2	1.8-2.2	
Federal funds rate	1.4	2.1	3.0	3.0	1.4-1.6	2.1-2.9	2.6-3.3	2.8-3.0	0.9-2.1	0.9-3.4	0.9-3.9	2.5-3.8
September projection	1.4	2.1	2.9	3.0	1.1-1.6	1.9-2.6	2.4-3.3	2.8-3.0	0.9-2.1	0.9-3.4	0.9-3.9	2.5-3.8

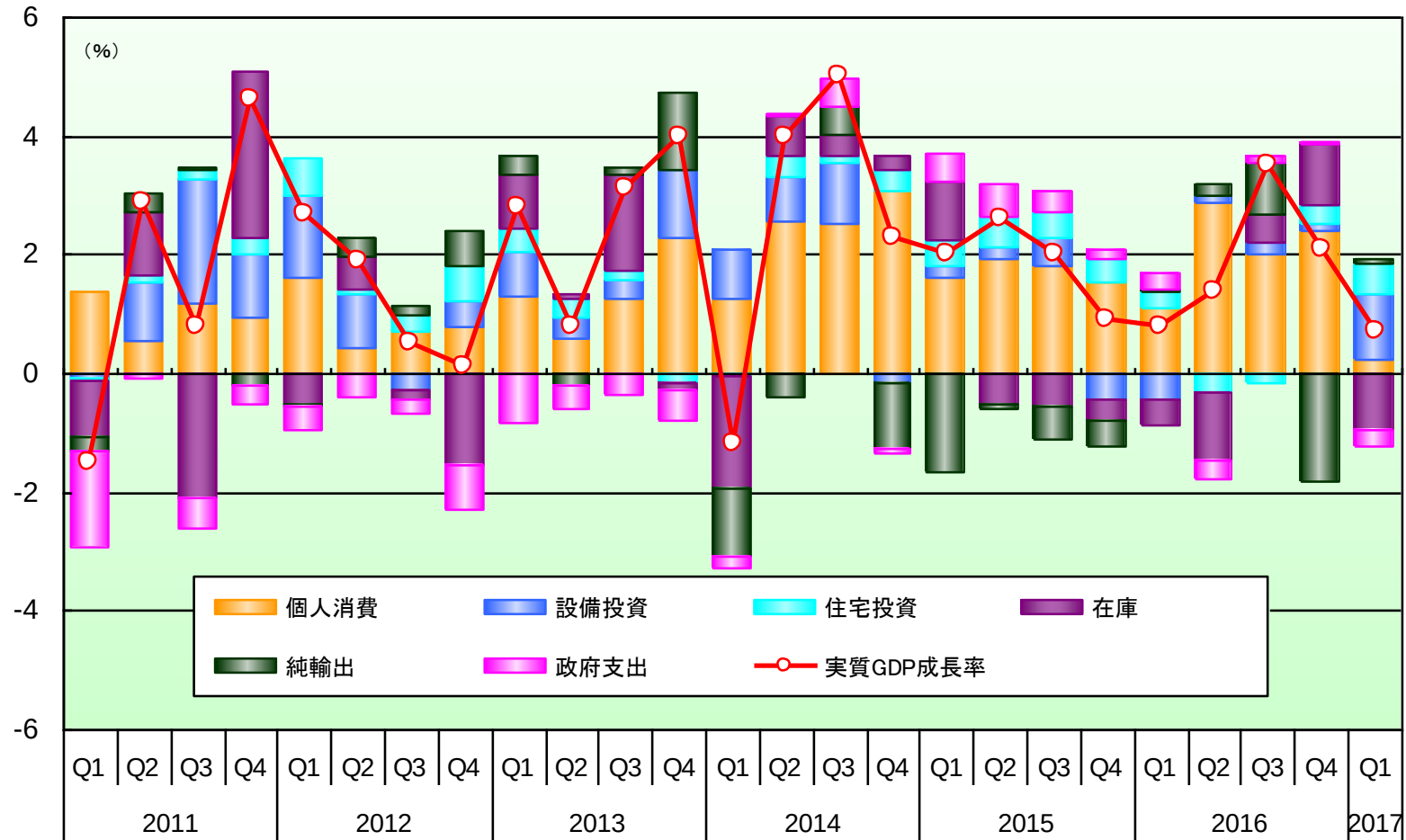
(出所)FRBより大和証券作成

非農業部門雇用者増加数 月別平均



1-3月期の成長減速は一時的である可能性が高い

実質GDP成長率と項目別の寄与度（前期比年率）



(出所) 米BEAより大和証券作成

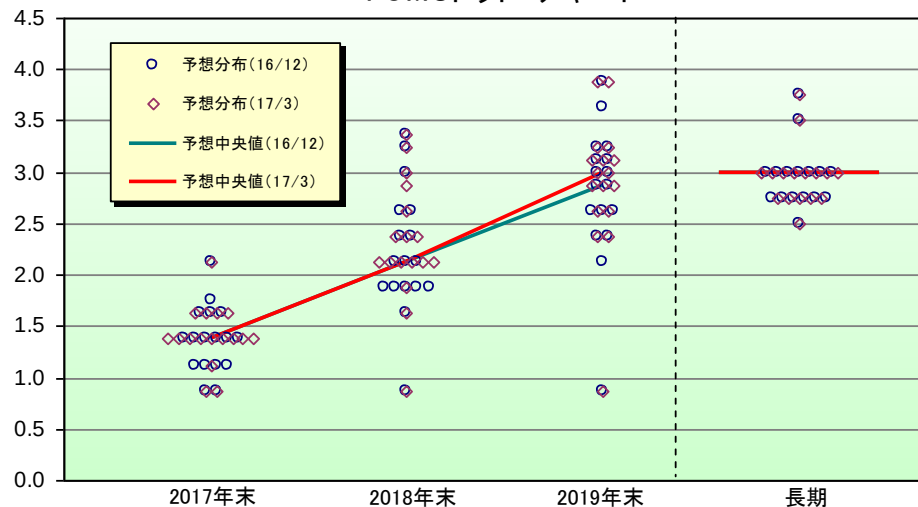
6月・9月の利上げと12月のBS縮小決定が既定路線に

- 3月FOMCでは想定通り、25bpの追加利上げを実施。事前の織り込みが進み、ほぼノーサプライズ。
- 労働市場、インフレ見通しの改善、緩やかな景気の回復によって利上げの環境が整ったと判断。
- 17年の利上げ回数の想定は従来の3回見通しから変わらず。18年の3回、長期の3%見通しにも変更は加えられなかった。
- バランスシート縮小議論に結論は得られず。
- イエレンFRB議長の記者会見は50分で終了。

FRBの総資産とS&P500の推移

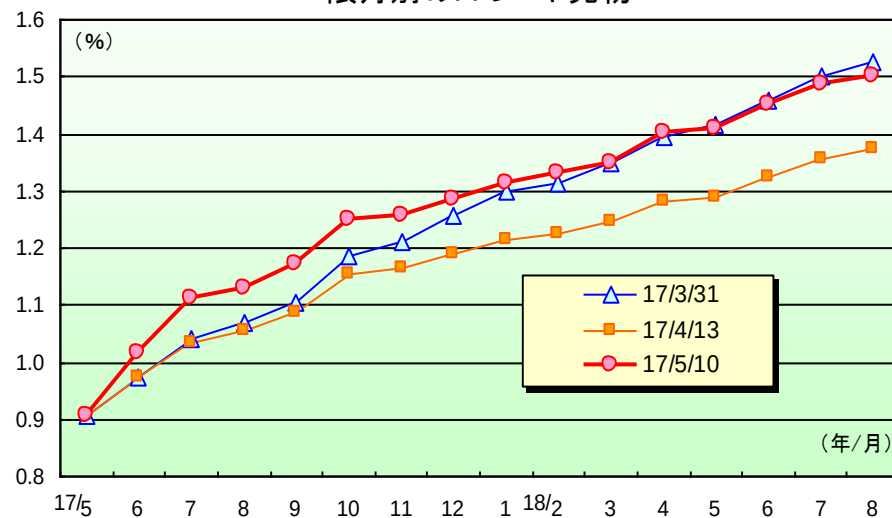


FOMCドット・チャート



(出所) FRBより大和証券作成

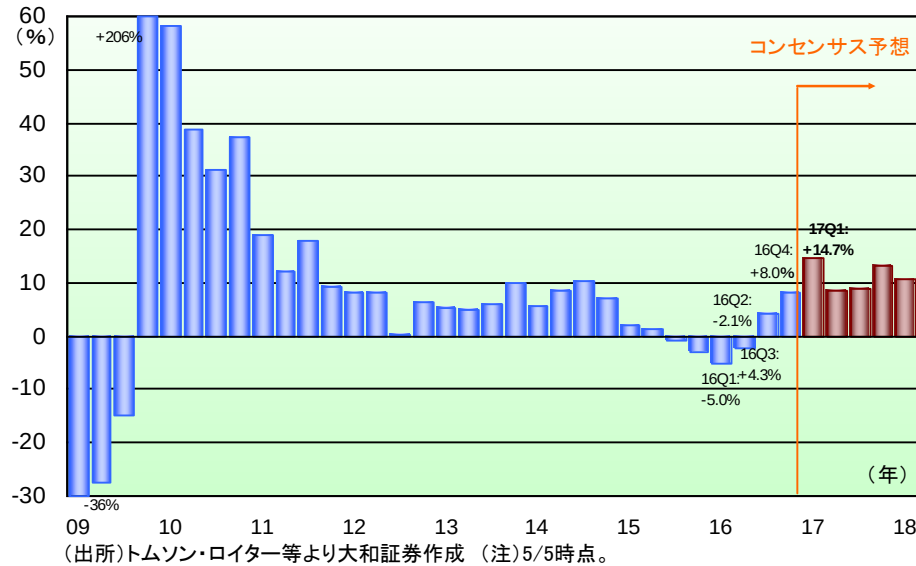
限月別のFFレート先物



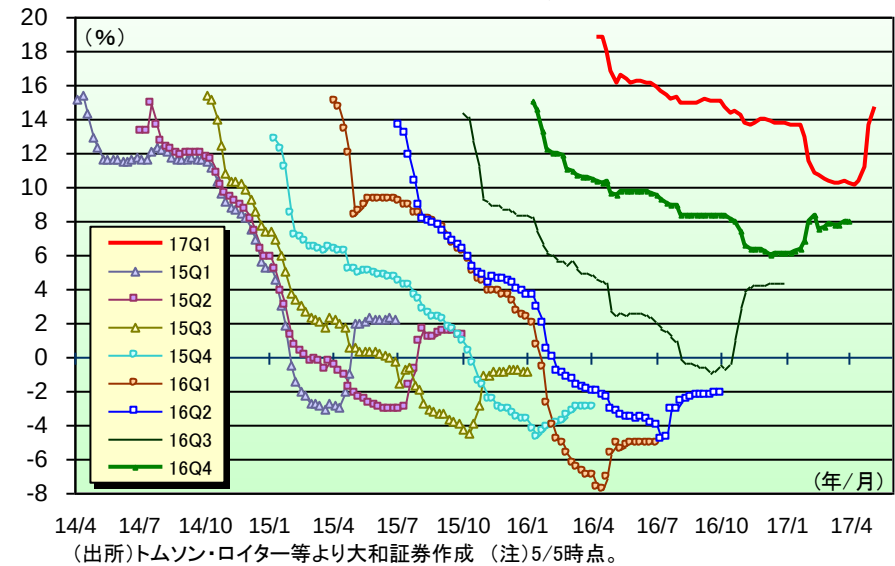
(出所) Bloombergより大和証券作成

テクノロジー・セクターが牽引する米企業業績

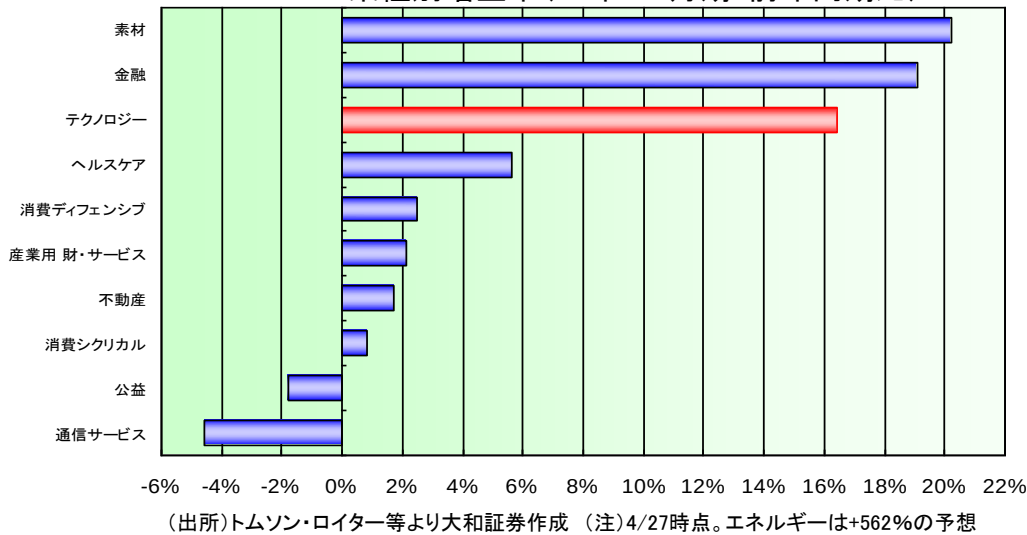
S&P500増益率予想の推移



業績見通しの変遷

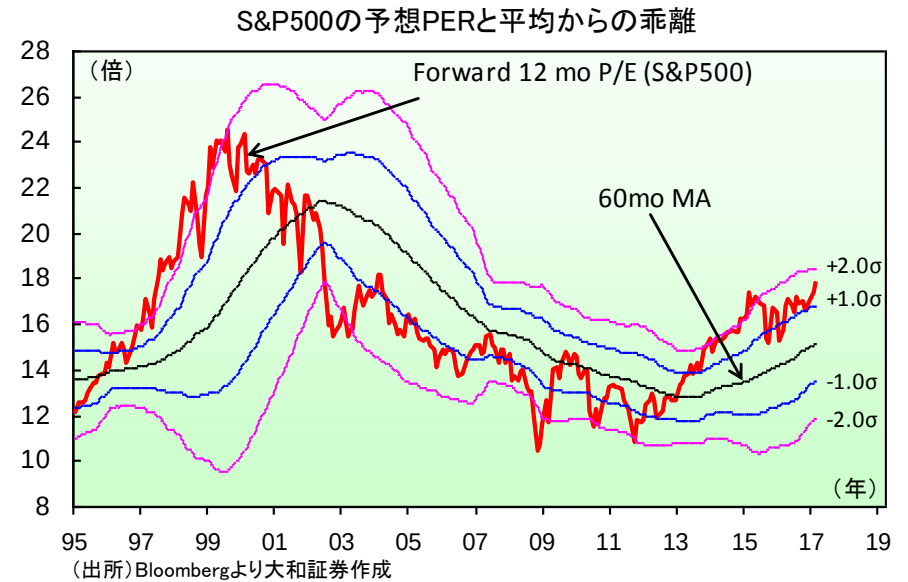
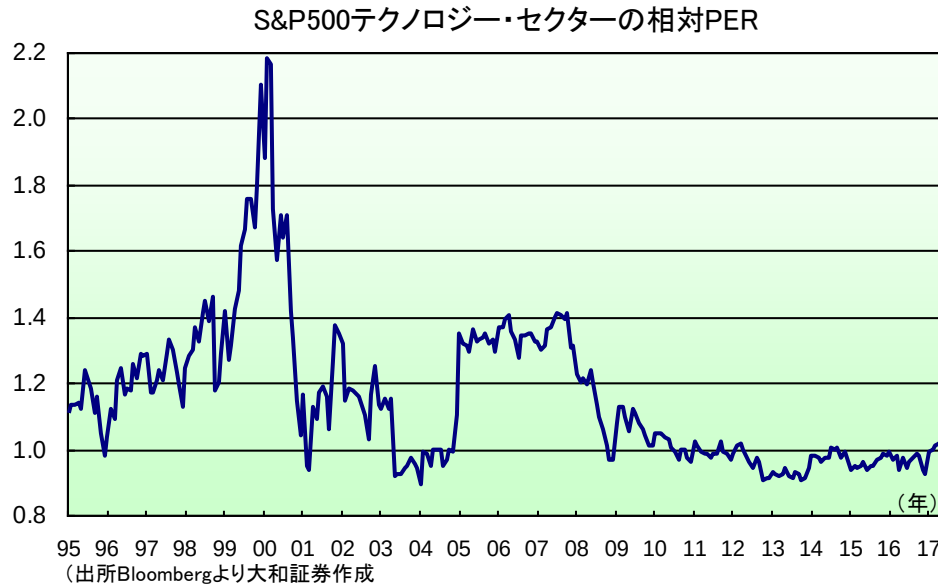
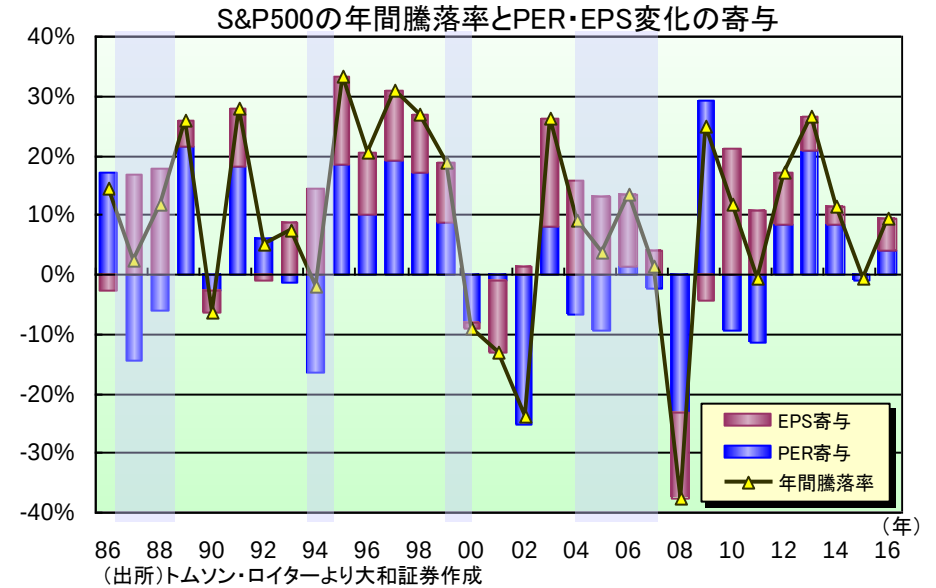


S&P500 業種別増益率(17年1-3月期:前年同期比)



- テクノロジー・セクターの成長が米企業の業績回復の原動力。
- 米景気拡大の恩恵をもっとも感応度高く享受できるセクター。
- Eコマース、モバイル広告、クラウド、ビッグデータ、AI、自動運転、IoTなどテーマ性が豊富なことも持続的な成長を支える。
- 同セクターに綻びが生じない限り、好業績と堅調相場の好循環が続く見通し。

金融引き締め局面での予想PERの上昇も



景気刺激的なトランプ政策の実現で株価上振れも

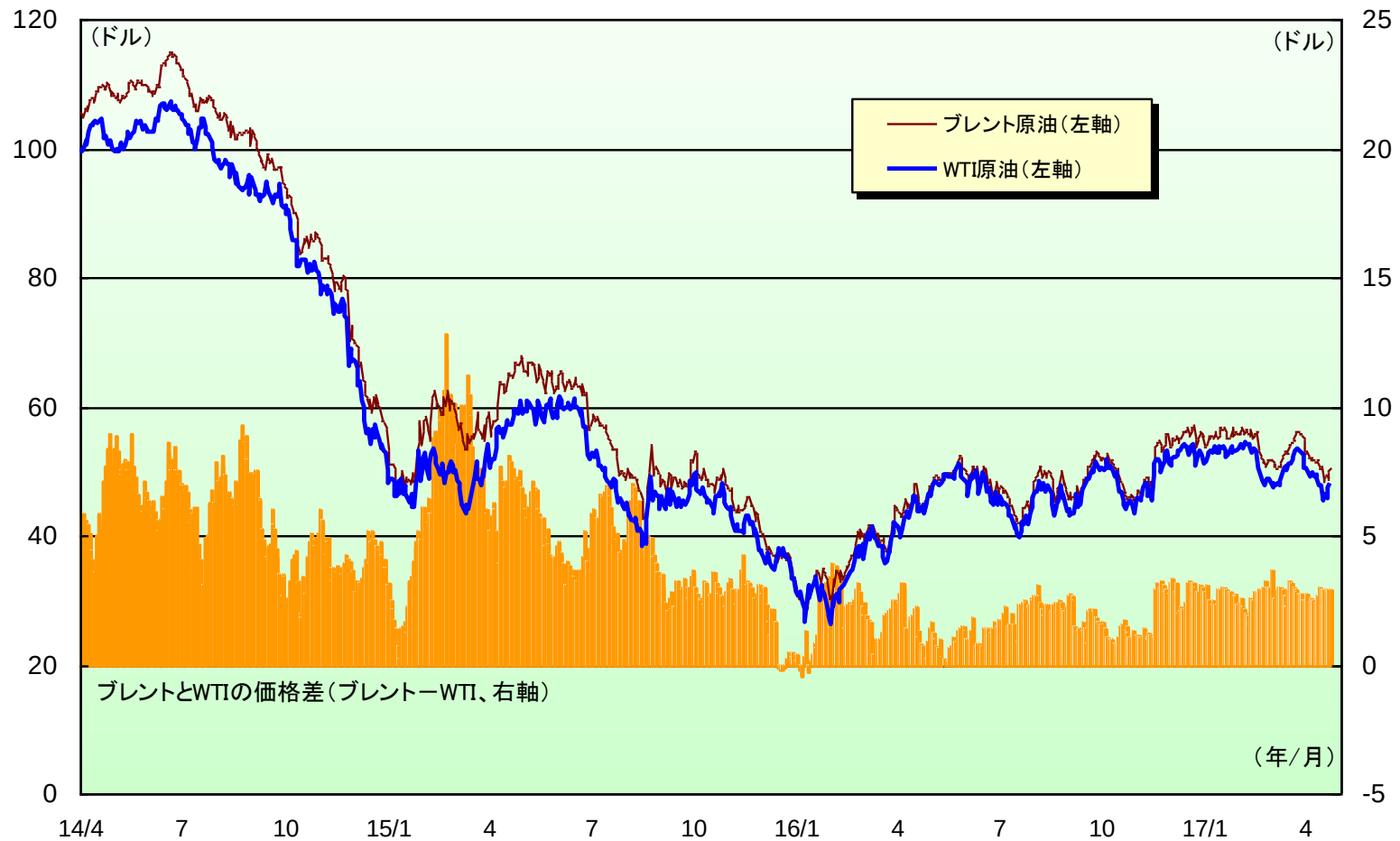
株価予想レンジ

		17年 1-3月期 E	4-6月期 E	7-9月期 E	10-12月期 E	18年 1-3月期 E
NYダウ (ドル)	期末値	21,000	19,500	20,500	22,000	22,000
	予想レンジ	19,677 ~ 21,500	18,500 ~ 21,500	18,500 ~ 21,500	19,500 ~ 23,000	19,500 ~ 23,000
ナスダック (ポイント)	期末値	5,900	5,500	5,800	6,200	6,200
	予想レンジ	5,397 ~ 6,000	5,300 ~ 6,000	5,200 ~ 6,000	5,400 ~ 6,400	5,400 ~ 6,400
S&P500 (ポイント)	期末値	2,400	2,200	2,300	2,500	2,500
	予想レンジ	2,245 ~ 2,450	2,100 ~ 2,450	2,100 ~ 2,450	2,200 ~ 2,600	2,200 ~ 2,600

(出所)大和証券作成

WTI原油は50ドルを挟んで一進一退

ブレント原油・WTI原油の価格とスプレッドの推移

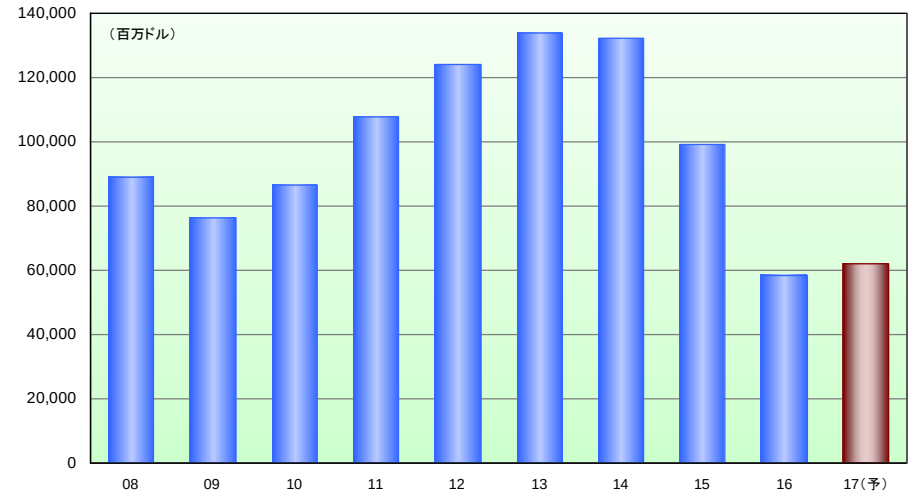


(出所) Bloombergより大和証券作成

米国での掘削活動の停滞が原油生産を抑え込む

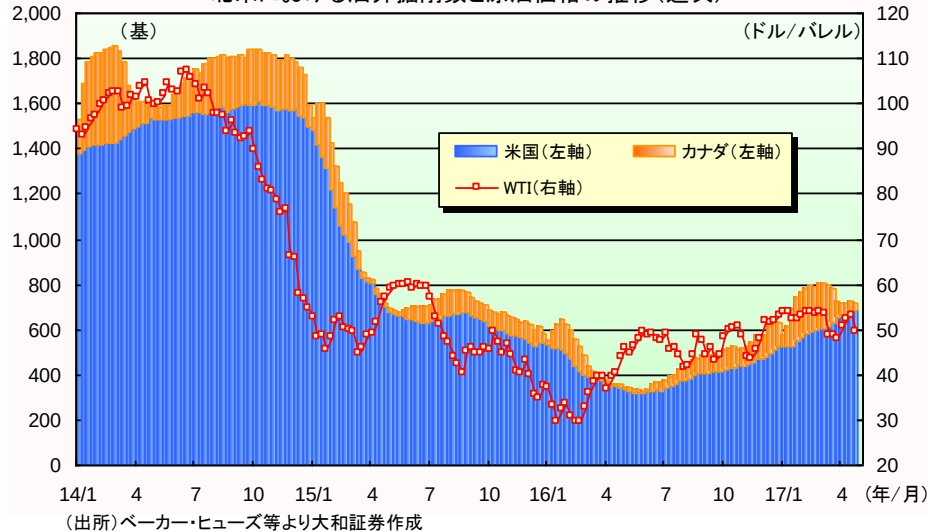
- リグカウントは原油価格の動きに対して4～5ヵ月遅行する。
- 過去半年間の原油価格の推移から考えると、少なくとも年内にリグカウントが大幅に増加することは想定しづらい。
- 足元約700基まで落ち込んだ米オイルリグは14年秋と比べてまだ半分以下の水準にある。

米大手石油会社のCAPEX(投資金額)の推移

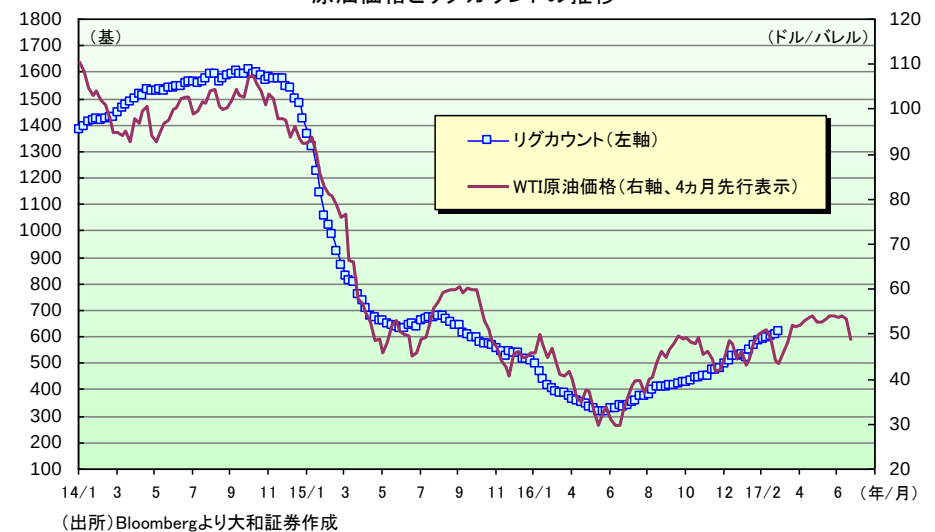


(出所) 会社資料より大和証券作成 (注) 対象はエクソンモービル、シェブロン、コノコ・フィリップス、オキシデンタル、ヘス、アナダルコ、EOG、マラソンオイル。

北米における油井掘削数と原油価格の推移(週次)



原油価格とリグカウントの推移



OPECの減産延長の可能性が高まる

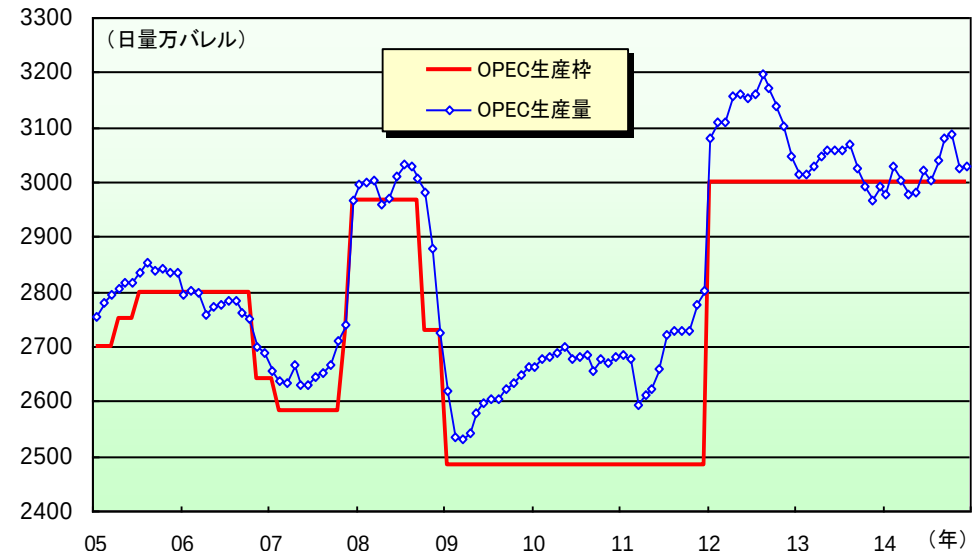
- 原油需給の改善を企図したOPECの減産は、今のところ効果が限定的。
- 原油価格の上昇を狙うサウジアラビアの強い決意から、減産は延長の見込み。
- さらなる減産規模の拡大が実施されるかどうかが焦点に。

11月のOPEC総会で定められた減産枠

(日量万バレル)	直前生産量	割り当て	削減量
アルジェリア	109	104	-5
アンゴラ	175	167	-8
エクアドル	55	52	-3
ガボン	20	19	-1
イラン	371	380	9
イラク	456	435	-21
クウェート	284	271	-13
リビア	-	-	-
ナイジェリア	-	-	-
カタール	65	62	-3
サウジアラビア	1,054	1,006	-49
UAE	301	287	-14
ベネズエラ	207	197	-10
全体	3,097	2,980	-117

(出所)OPEC資料等より大和証券作成 (注)リビアとナイジェリアには生産枠は設けられず

OPECの過去の生産枠と実際の生産量



(出所)IMFより大和証券作成

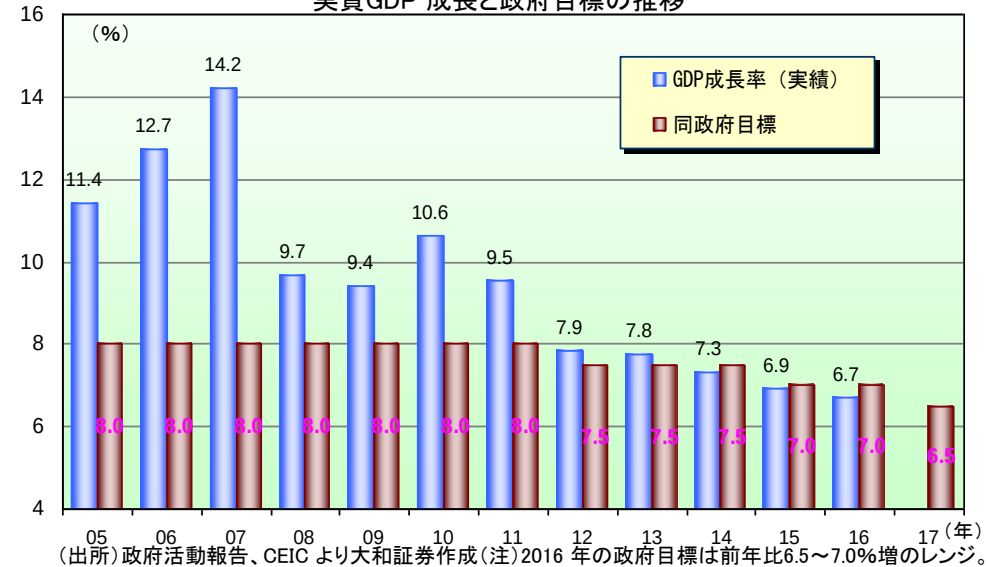
中国は景気刺激より経済改革重視

全人代で発表された主要経済目標

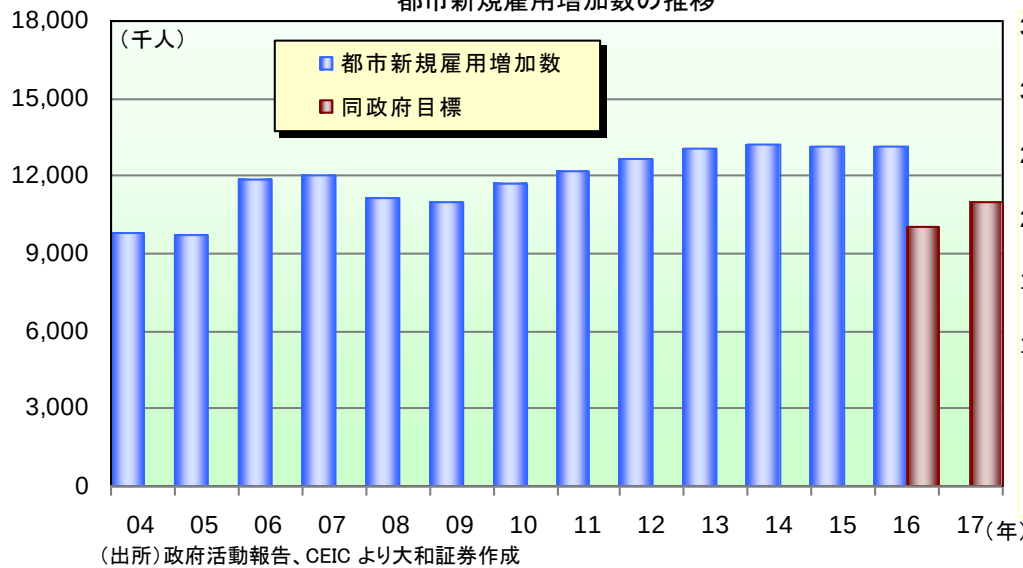
項目	2016年		2017年		
	目標	実績	目標	対16年実績	対16年予想・目標
実質GDP成長率	6.5~7.0%	6.7%	6.5%	下回る	引き下げ
消費者物価上昇率	3.0%	2.0%	3.0%	上回る	横ばい
輸出入増減額	増加	-6.8%	増加	-	-
マネーサプライ (M2)	13.0%	11.3%	12.0%	上回る	引き下げ
全社会固定資産投資伸び率	10.5%	7.9%	9.0%	上回る	引き下げ
小売売上高伸び率	11.0%	10.4%	10.0%	下回る	引き下げ
都市登録失業率	4.5%以内	4.0%	4.5%以内	上回る	横ばい
都市新規雇用増加数	1000万人以上	1314万人	1100万人	下回る	引き上げ

(出所) 政府活動報告などより大和証券作成

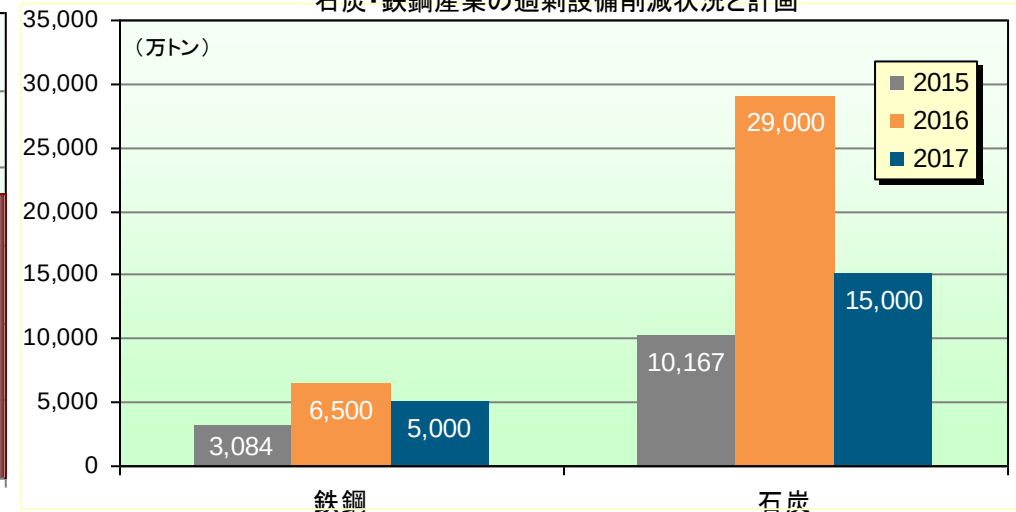
実質GDP 成長と政府目標の推移



都市新規雇用増加数の推移

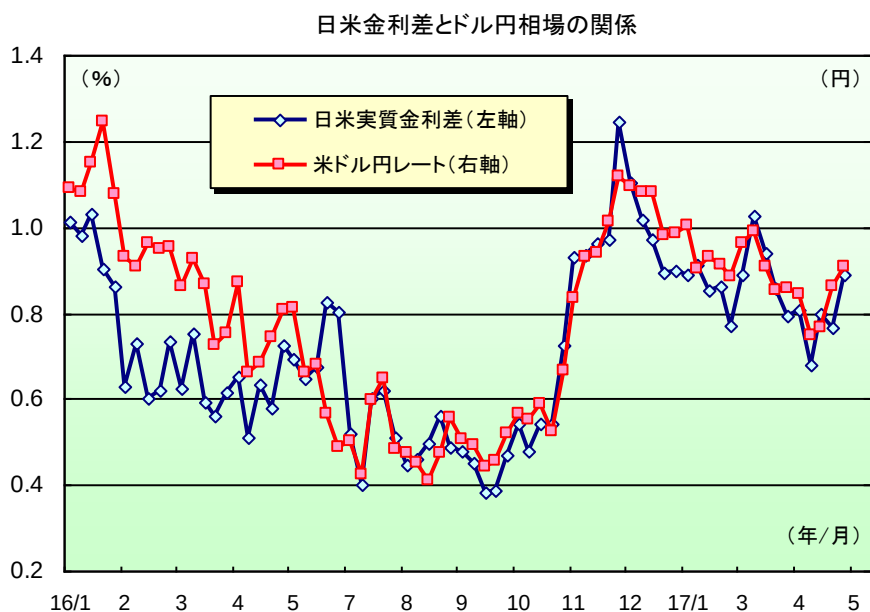


石炭・鉄鋼産業の過剰設備削減状況と計画

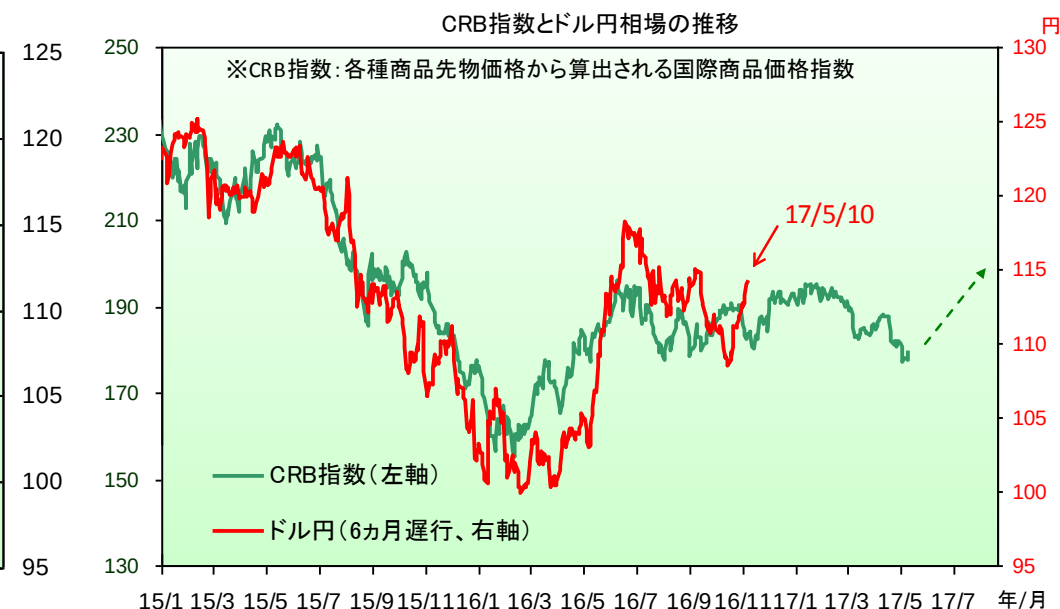


為替は円安方向に／17年のドル円レンジは105～125円

- 日米の金融政策の方向性の違い、金利差もさることながら、円に対する実需の観点からは円安シナリオが描ける。
- 資源(原油)価格の上昇とともに、17年のドル円相場はジリ安となるイメージ。



(出所) Bloombergより大和証券作成



(出所) 各種資料より大和証券作成

日本株の見直し進み日経平均は21,000円が視野に入る

為替シナリオ別の日経平均株価想定

	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)業績予想は2/28時点の大和予想(大和210ベース)。為替前提は2017年1月以降の前提

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 29 年 4 月 14 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) 大江戸温泉リゾート投資法人(3472) ウイルプラスホールディングス(3538) データセクション(3905) 神島化学工業(4026) ダイキアクシス(4245) テイクアンドギブ・ニーズ(4331) 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) ウィルグループ(6089) 日進工具(6157) 鎌倉新書(6184) 三相電機(6518) トレックス・セミコンダクター(6616) ダブル・スコープ(6619) エレコム(6750) アドバンテスト(6857) ヘリオステクノホールディング(6927) 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 28 年 5 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) 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) 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) スシローグローバルホールディングス(3563) ドリコム(3793) 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) 旅工房(6548) キーエンス(6861) 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) グローバル・ワン不動産投資法人(8958) 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）