

**内外経済と株式市場の見通し**  
**～目先の日経平均は上値を切り上げる可能性も～**

---

**大和証券 投資戦略部**  
**株式ストラテジスト 野間口毅**  
**2017年5月31日**

## **(1)ポイント**

- ①4～5月の一連の政治イベントは無難に通過した。**
- ②「ロシアゲート」疑惑の決着には時間がかかる可能性。**
- ③FRBの6月利上げに向けて  
米金利上昇・ドル高(円安)が進む可能性。**
- ④日本の景気や企業業績は堅調と考えられる。**
- ⑤年内の日経平均は  
21000円～23000円を目指すと想定。**
- ⑥日本株の中長期的な上昇には構造改革も必要。**

## (2)日米の株価指数及び国債利回り予想

		直近値 (5月22日)	→予想				騰落率① (直近値⇒ 17年9月末値)	騰落率② (直近値⇒ 18年3月末値)
			17年 4-6月	17年 7-9月	17年 10-12月	18年 1-3月		
日経平均 (円)	期末値	19,678.28	20,080	20,840	21,590	22,220	+5.9%	+12.9%
	(高値)	-	(21,500)	(22,300)	(23,100)	(23,800)		
	(安値)	-	(18,300)	(18,900)	(19,700)	(20,200)		
TOPIX (ポイント)	期末値	1,567.65	1,600	1,660	1,720	1,770	+5.9%	+12.9%
	(高値)	-	(1,715)	(1,775)	(1,840)	(1,895)		
	(安値)	-	(1,460)	(1,505)	(1,570)	(1,610)		
NYダウ (ドル)	期末値	20,894.83	19,500	20,500	22,000	22,000	▲1.9%	+5.3%
	(高値)	-	(21,500)	(21,500)	(23,000)	(23,000)		
	(安値)	-	(19,000)	(18,500)	(19,500)	(19,500)		
NASDAQ (ポイント)	期末値	6,133.62	5,500	5,800	6,200	6,200	▲5.4%	+1.1%
	(高値)	-	(6,100)	(6,100)	(6,400)	(6,400)		
	(安値)	-	(5,400)	(5,200)	(5,400)	(5,400)		

参考:大和証券投資戦略部「日本株投資戦略2017年6月」及び「米国株投資戦略(2017.4)」

	2017年4~6月予想	(同)7~9月予想	(同)10~12月予想	2018年1~3月予想
日本の5年物国債利回り	▲0.20~▲0.10%	▲0.20~▲0.10%	▲0.30~▲0.10%	▲0.30~▲0.10%
〃 10年物国債利回り	0.00~0.10%	0.00~0.10%	▲0.10~0.10%	▲0.10~0.10%
〃 20年物国債利回り	0.50~0.70%	0.50~0.70%	0.40~0.80%	0.40~0.80%
米国のFF金利誘導目標	0.75~1.25%	1.00~1.50%	1.00~1.50%	1.25~1.75%
〃 2年物国債利回り	1.20~1.50%	1.40~1.70%	1.50~1.80%	1.60~1.95%
〃 10年物国債利回り	2.10~2.60%	2.10~2.60%	2.10~2.60%	2.10~2.60%

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5月19日号)

# (3) 日経平均は4/14の年初来安値から反発した



5月11日の東京株式市場で日経平均株価は続伸した。前日比61円46銭(0.31%)高の1万9961円55銭で終え、連日で年初来高値を更新した。米長期金利の上昇を背景に円相場が1ドル=114円台前半の円安・ドル高水準で推移したことを好感。日経平均先物6月物は日中取引時間中として1年5カ月ぶりに一時2万円を回復。日経平均も上げ幅を広げ、2万円に10円程度まで迫ったが、大引けにかけてやや伸び悩んだ。日経平均は4月14日に付けた直近安値(1万8335円63銭)からの上げ幅が1600円を超えた。

## (4)4~5月の政治イベントは無難に通過したが・・

4/14(金) 米財務省が外国為替報告書を発表

⇒中国の「為替操作国」認定は見送り

4/15(土) 北朝鮮の金日成生誕105年記念日

⇒核実験など重大な挑発は確認されず

4/18(火) 初の日米経済対話開催

⇒日本側が警戒した為替問題は素通り

4/23(日) 仏大統領選

⇒ルペン氏とメランション氏が決選投票に進出する最悪のケースは回避

4/25(水) 北朝鮮の朝鮮人民軍創建85年記念日

⇒核実験など重大な挑発は確認されず

4/28(金)・5/5(金) 米国政府の暫定予算期限

⇒米議会上院が9月末までの予算案を可決

5/7(日) 仏大統領選決選投票

⇒中道系のマクロン氏が勝利

5/23(火) 米トランプ政権が予算教書を議会に提出

⇒大型減税やインフラ投資に共和党内の緊縮財政派が反対する可能性

# (5)「ロシアゲート」疑惑の決着には時間が必要で・・・



トランプ米大統領とロシアの不透明な関係を巡る「ロシアゲート」問題が警戒され、米政治の先行きに不透明感が強まっている。5月17日の米S&P500種株価指数の下げ幅は昨年9月9日以来、約8カ月ぶりの大きさだった。同指数の予想変動率を示す変動性指数(VIX)は前日比4.94ポイント(46.4%)高い15.59と、4月13日以来ほぼ1カ月ぶりの水準に上昇した。VIXは株価指数オプションの価格から相場の予想変動率を算出したもので株価の下落局面で上昇しやすく、「恐怖指数」とも呼ばれる。5月8日には9.77と23年ぶり水準に低下していた。米株の上昇局面が長期化するなか、これまでボラティリティーの上昇はいつも一時的に終わり、趨勢的には低下が続いた。米経済の底堅さが変わらなければ、株価の急落局面は押し目買いの好機という経験則が得られる。

## (6)市場の一部には「ペンス大統領」期待も？

(5月19日 ブルームバーグニュースより)

**【ヘッジファンドがエール:がんばれトランプ！ーペンスでもいいけれど】**

トランプ米大統領を巡るスキャンダル拡大で5月17日の米国株は大幅安となったが、ヘッジファンド業界会議のためにラスベガスの高級ホテル、ベラージオに集まった運用者らは別に心配していない。

このSALT会議を創設したのはトランプ大統領の政権移行チームで活躍したアンソニー・スカラムーチ氏。同会議の参加者の多くは、減税と金融規制緩和という公約をトランプ大統領が実践してくれれば恩恵を受ける人々だ。

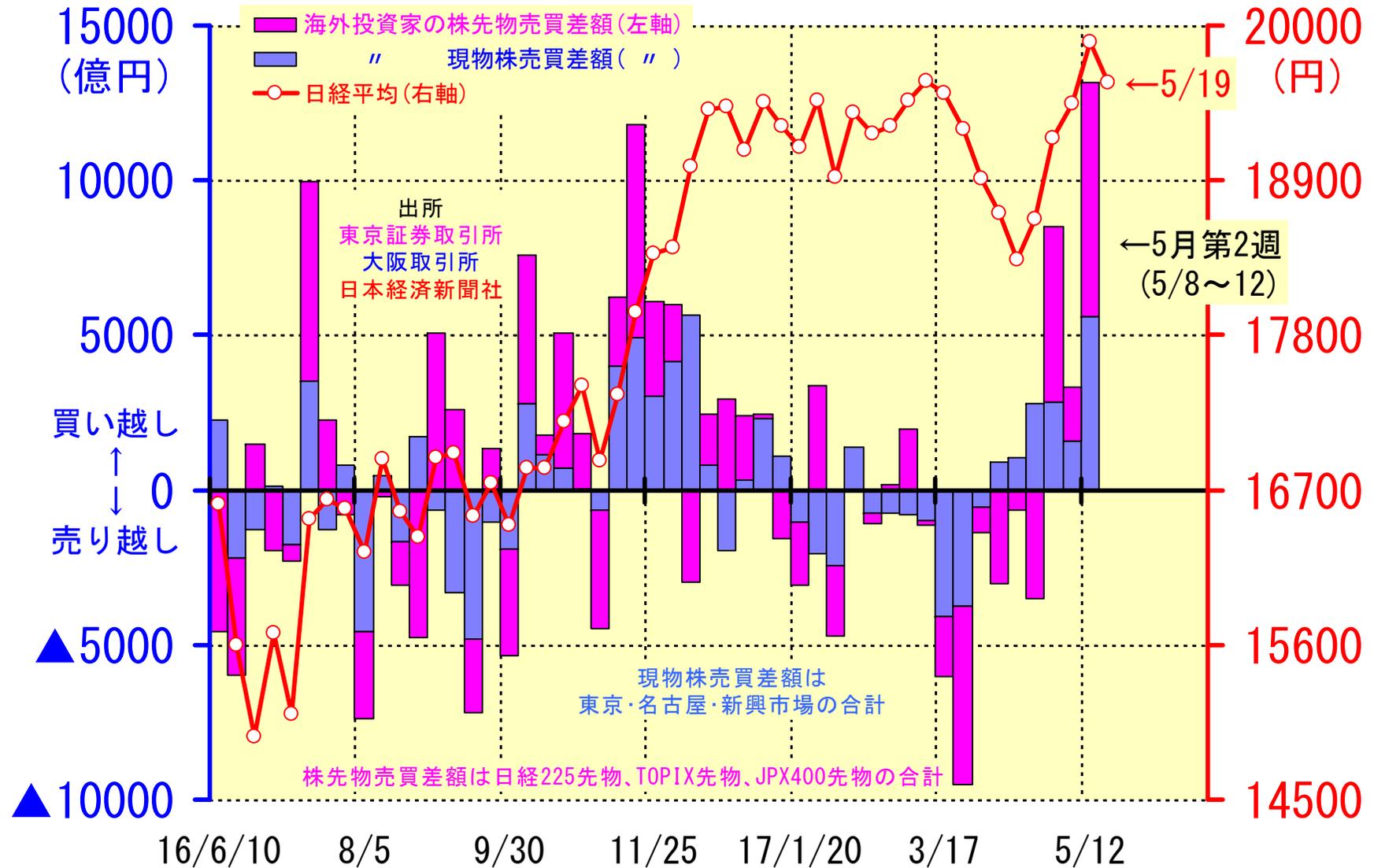
なのになぜ、弾劾の可能性がささやかれる状況に心配しないのだろう。

ファミリーオフィスやヘッジファンドを顧客に持つマーケティング・投資家対応コンサルタントのアナ・ストーン氏は「皆、ペンス副大統領がトップになってもかまわないと思っている」と話す。「喜ぶ人もいるかもしれない」という。

トランプ政権の苦境に対するヘッジファンド業界人の無関心は金融業界全体の感じ方を浮き彫りにする。同業界にとって大切なのは国境の壁や入国制限よりも規制緩和と税制改革だ。仮にトランプ氏が倒れても、共和党とペンス氏が政策を引き継いでくれる。

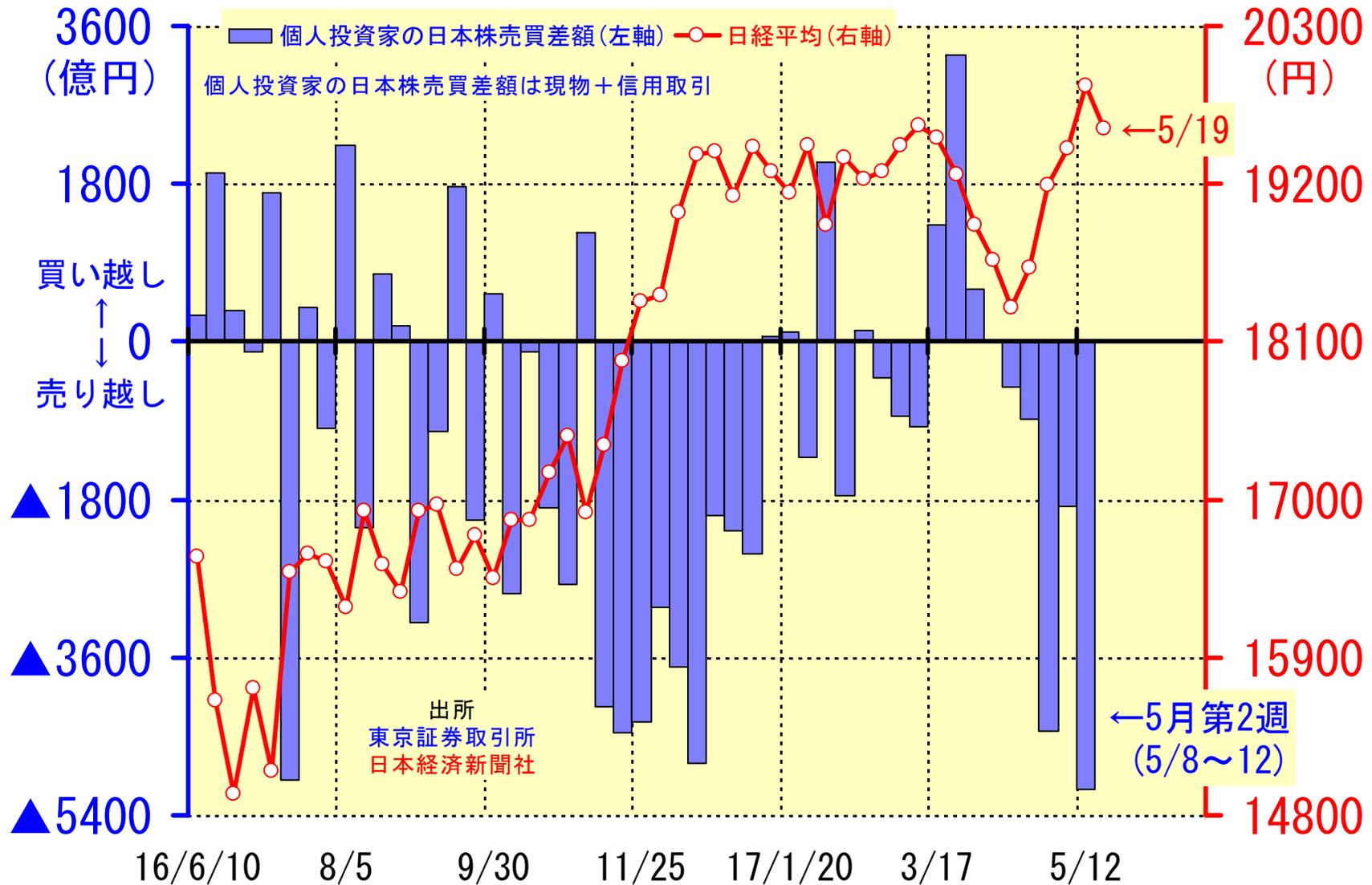
一部の会議参加者はスキャンダルの最新の展開を熱心に知ろうとはしていないと白状。何人かは夜のパーティーの方に関心があると述べた。

# (7)海外投資家が利益確定売りに転じれば・・



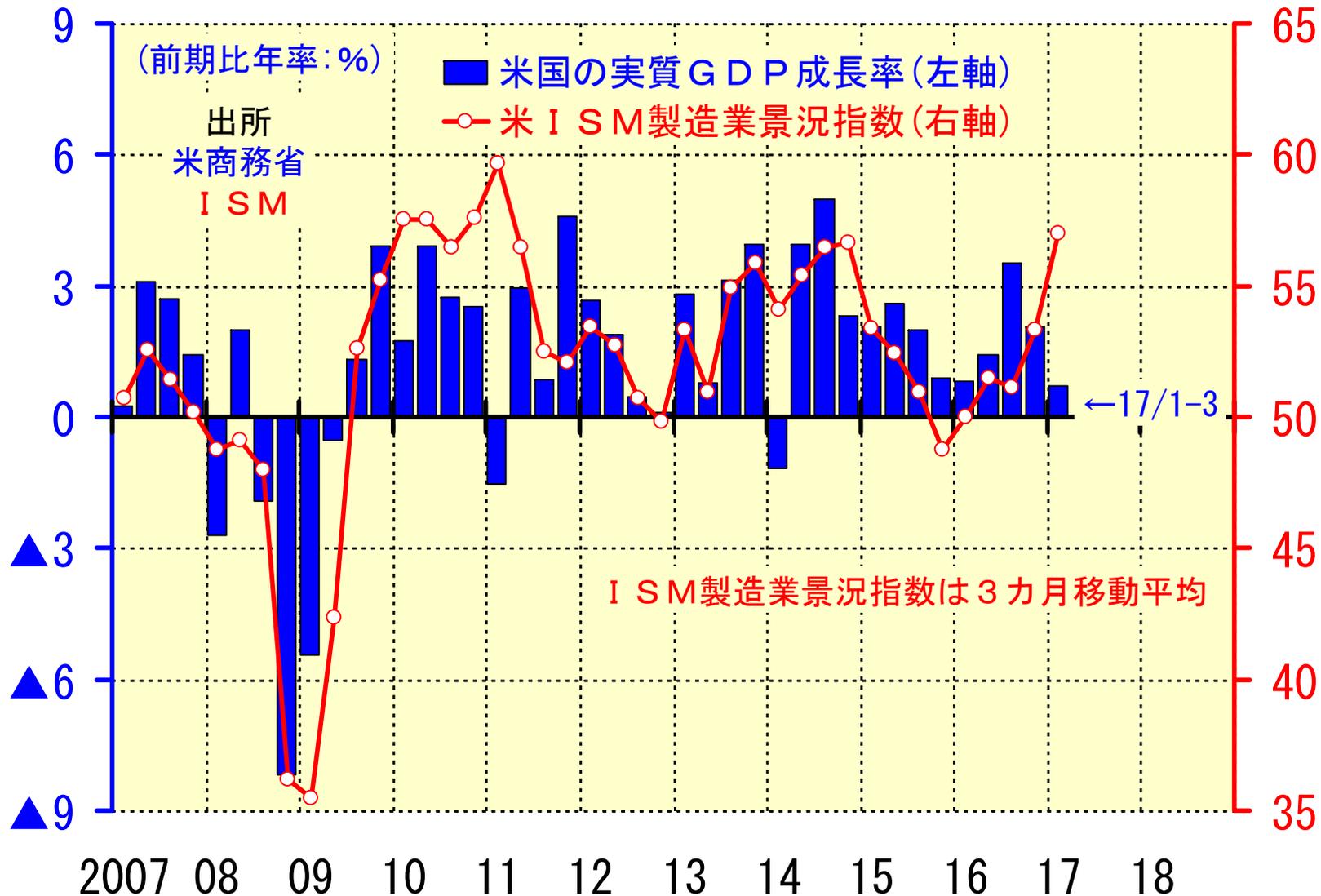
東京証券取引所が発表した5月第2週(8~12日)の投資部門別株式売買動向(東京・名古屋2市場、1部、2部と新興企業向け市場の合計)によると、**海外投資家(外国人)**は6週連続で買い越しした。買越額は5602億円だった。前の週は1583億円の買い越しだった。また、大阪取引所が発表した5月第2週(8~12日)の日経平均先物とTOPIX先物の投資部門別売買動向によると、**海外投資家(外国人)**は3週連続で買い越しした。日経平均先物とTOPIX先物を合算した買越額は8148億円だった。前の週は1442億円の買い越しだった。

# (8) 個人投資家が押し目買いに動く可能性



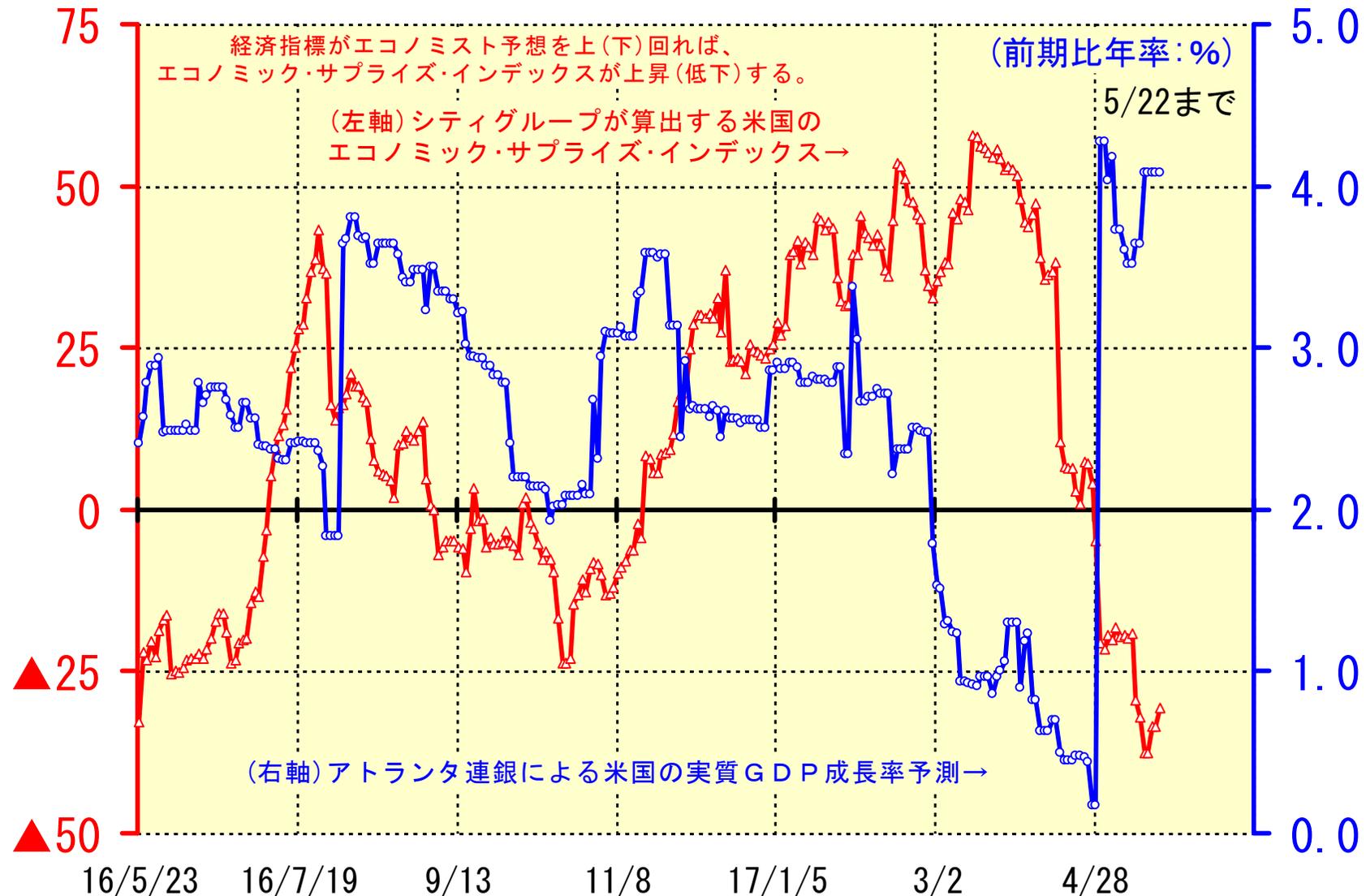
東京証券取引所が発表した5月第2週(8~12日)の投資部門別株式売買動向(東京・名古屋2市場、1部、2部と新興企業向け市場の合計)によると、個人投資家は現金・信用の合計で5100億円を売り越した。2015年5月以来、約2年ぶりの多さだ。売り越しは5週連続で、17年度が始まった4月以降の累計売越額は1兆2800億円となった。この週の日経平均株価は438円(2.3%)上昇した。日経平均が2万円に近づき、目先の過熱感を意識した売りが広がった。

# (9)米1-3月期の実質GDPは急減速したが...



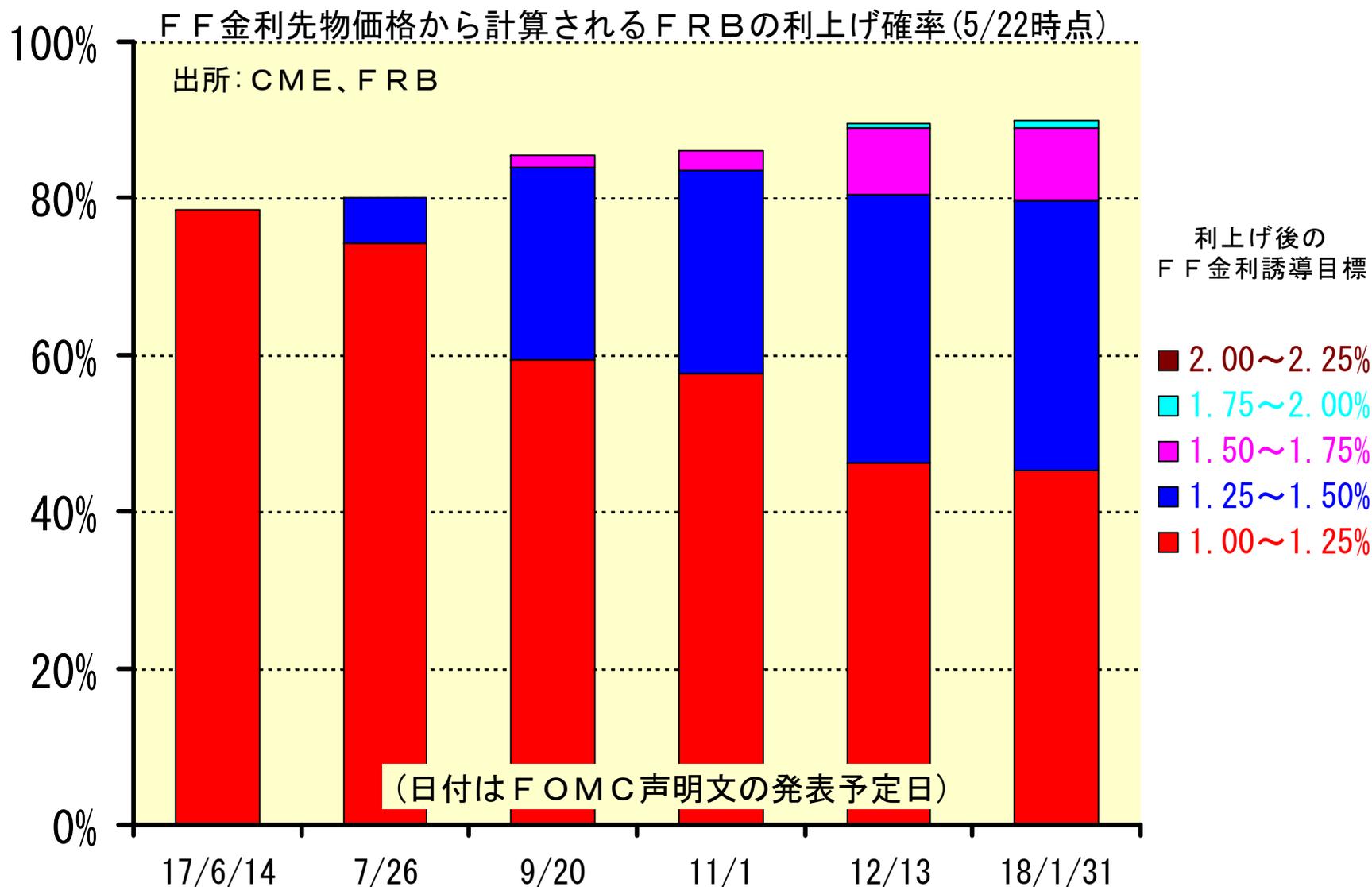
米商務省が発表した1~3月期の実質GDPは、前期比年率0.7%増だった。自動車販売の低迷で個人消費が振るわず、成長率は3年ぶりの低水準にとどまった。経済の巡航速度である潜在成長率(2%前後)を大きく下回り、前期(16年10~12月期)の2.1%成長から急減速した。特に、GDPの7割を占める個人消費は0.3%増と、09年10~12月以来の低い伸びにとどまった。自動車販売が不振で、耐久財消費は2.5%減と前期比マイナスに転落した。暖冬で衣料品販売なども伸び悩んだ。一方で住宅投資は13.7%増と大きく伸びた。雇用回復で低所得層の持ち家購入が増えている。トランプ政権の政策期待で企業心理も持ち直し、設備投資は9.4%増と13年10~12月期以来の高い伸びだ。

# (10)4-6月期の実質GDPは急回復する可能性も



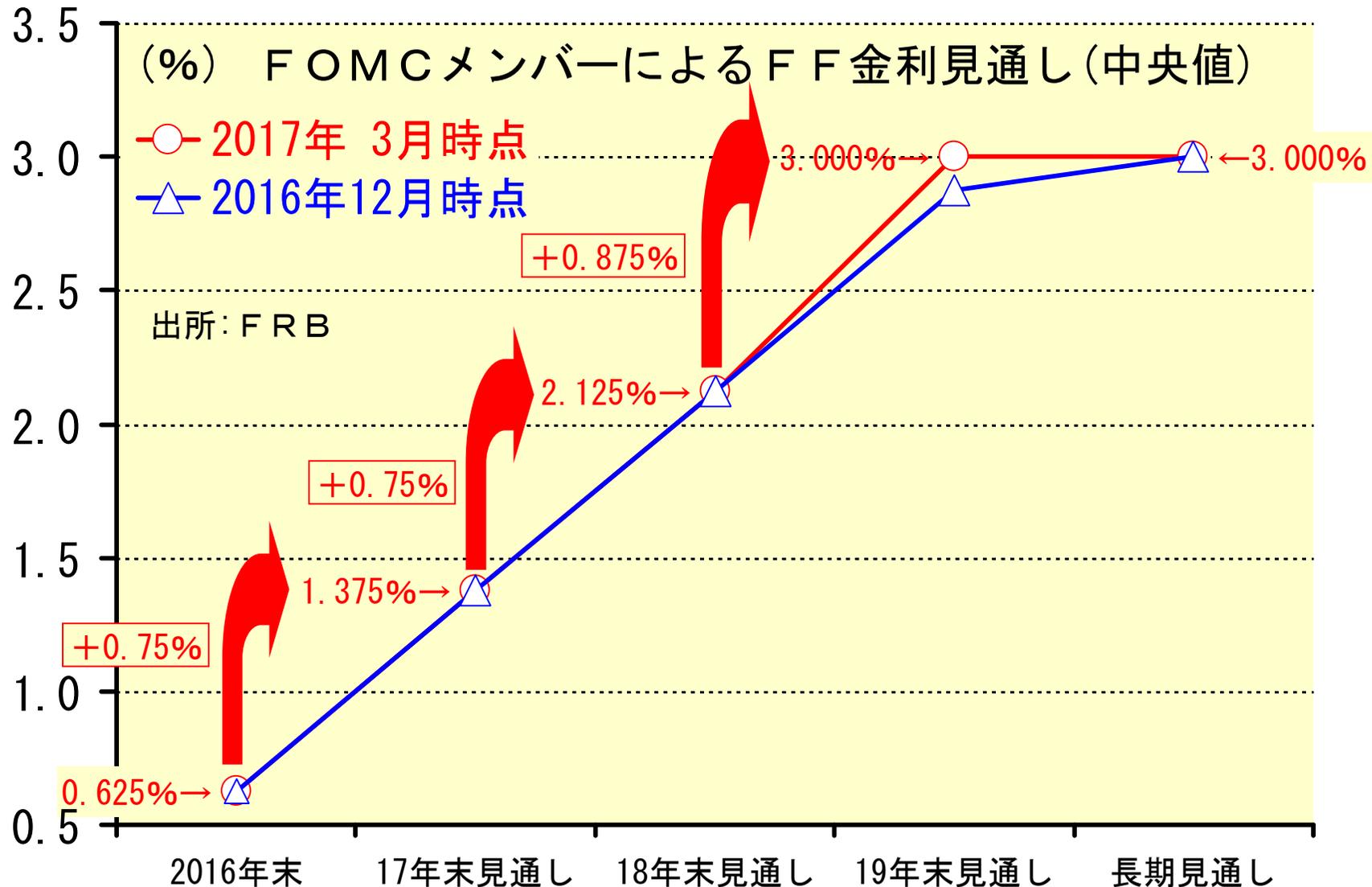
FRBは5月3日のFOMCで金融政策の現状維持を決め、追加利上げを見送った。米経済成長率は1~3月期に鈍化したものの、会合後の声明では「景気減速は一時的で、経済活動は緩やかに拡大する」と強調。利上げペースも「緩やかに調整する」と従来の表現を維持し、6月の次回会合での利上げに道を開いた。声明文では米景気について「経済成長が減速したものの、労働市場の拡大は続いた」とし、先行きも緩やかな成長が続くと見込んだ。1~3月期の実質GDPは前期比年率換算で0.7%増にとどまり、3年ぶりの低い伸び率だった。ただ、FOMCは個人消費の基調は底堅いと指摘し「1~3月期の景気減速は一時的とみている」と強調した。FRBは08年の金融危機以降、季節調整の関係などで1~3月期はGDP統計が低めにとどまる傾向があると以前から指摘していた。10

# (11)FRBは6/14に追加利上げに踏み切る可能性



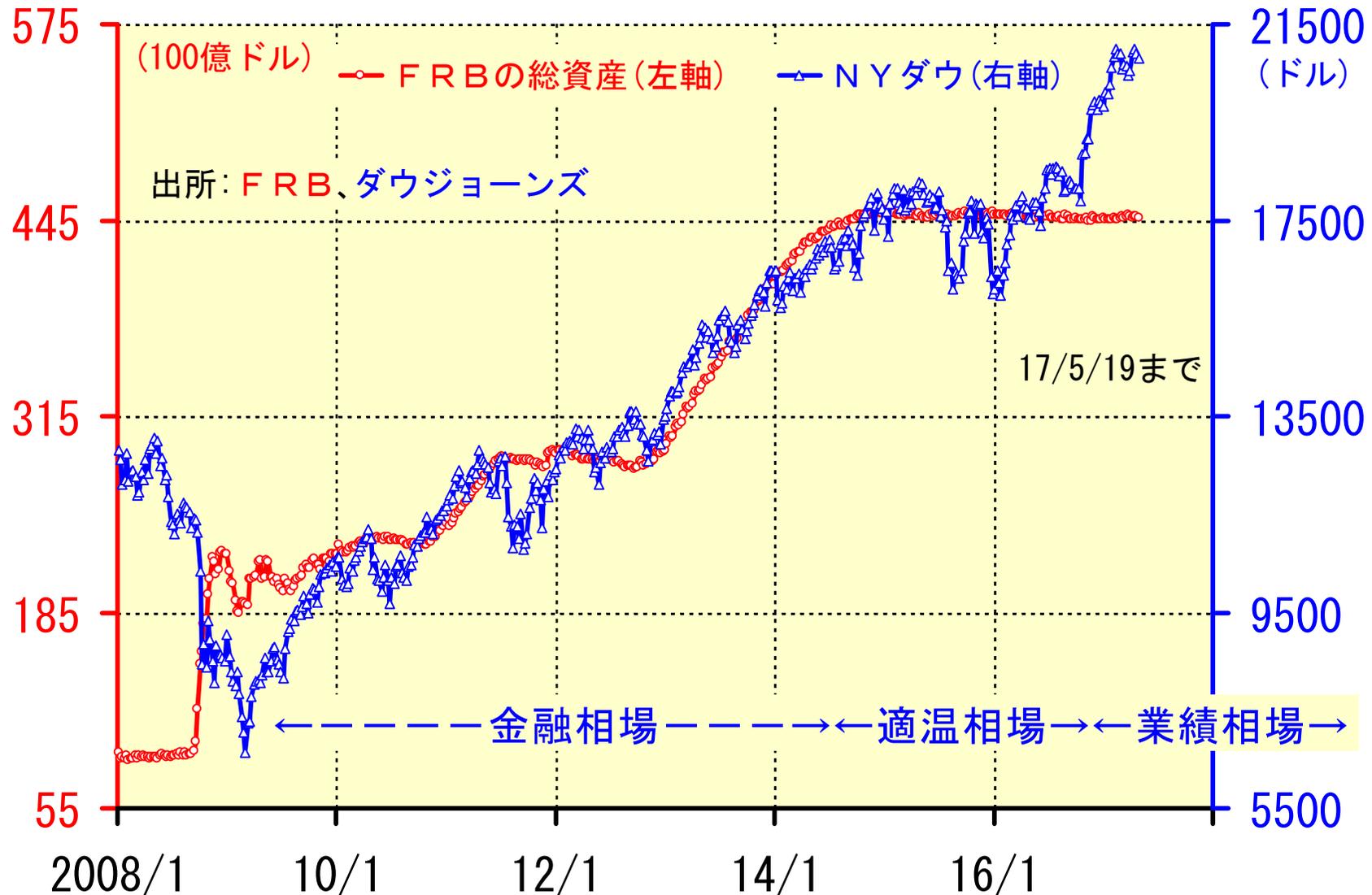
ダラス連銀のカプラン総裁は5月22日に声明を公表し「3月を含めて2017年中は3回の利上げが基本シナリオとして適切だ」との認識を示した。FRBの保有資産の縮小については「今年中に始めるのが適切だろう」と指摘した。3~4月の米物価指標の弱さに触れ「年2%の物価目標に向けた進捗は遅く、時にむらがあると認識している」と指摘。物価目標の達成に向け、今後のデータを辛抱強く見極めていく姿勢を示した。トランプ米政権による財政政策や構造改革が実現すれば「景気見通しを上振れさせる可能性がある」との見解を示した。一方で、こうした政策の変更が個人の医療費負担の増加や、移民の消費減退などを通じて米景気に与える悪影響を見極める必要があると主張した。カプラン総裁は今年FOMCでは政策決定の投票権を持つ。政策運営では「中間派」とみられている。 11

# (12)FRBは年3回の利上げ見通しを据え置き・・



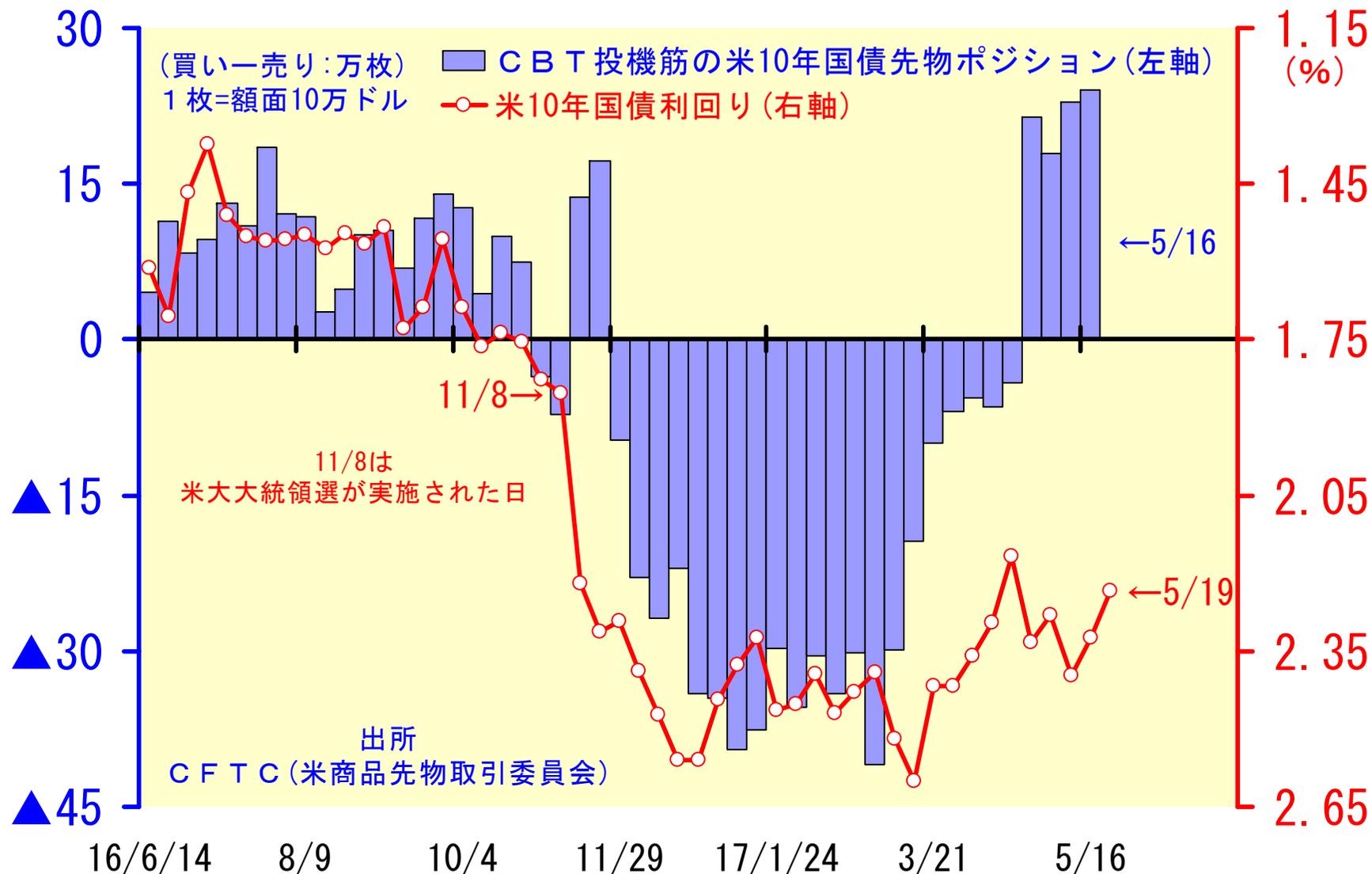
FRBは3月15日のFOMCで、昨年12月以来、3カ月ぶりの利上げを決めた。利上げ幅は0.25%。市場が注視する今後の利上げペースは、今回を含め年3回とする中心シナリオを据え置いた。FOMCメンバー17人の利上げ見通し(中央値)は、18年が3回、19年も3回程度で、昨年12月時点の見通しをほぼ維持した。市場には年4回に加速するとの観測もあったが、イエレン議長は緩やかな利上げペースを維持する考えを強調した。もっとも、トランプ米政権は大型減税と巨額インフラ投資を公約している。大型の財政拡張策によって物価が上振れすれば、FRBの利上げペースがもう一段加速する可能性もある。イエレン議長は「緩和縮小が遅くなりすぎると、将来は急激な利上げが必要になり、景気後退に陥る可能性がある」とも強調した。

# (13)FRBは12月に保有資産の縮小を開始か？



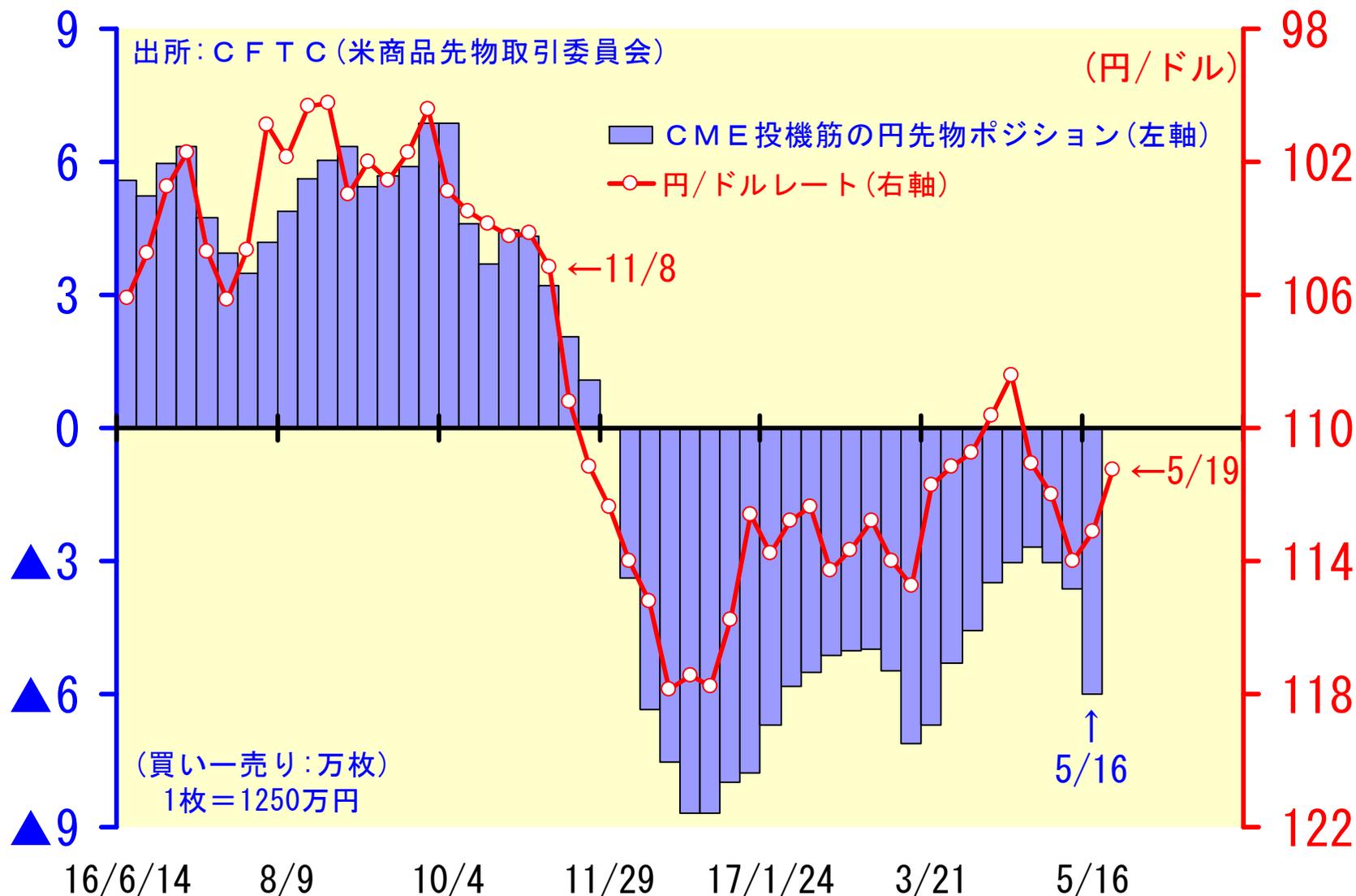
FRBは4月5日、3月14～15日開催のFOMCの議事要旨を公表した。量的緩和で膨らんだ保有資産の縮小に関し、大半の参加者は、政策金利の緩やかな引き上げが続いた場合、「再投資政策の変更は今年後半に適切になる」と判断していることがわかった。3月会合後に発表された声明では、再投資政策の維持が述べられているが、議事要旨によると、政策変更の時期や手法について詳しく議論されたことが明らかになった。多くの参加者は、バランスシートの縮小は「緩やかに予測可能なやり方で行うべきだ」と主張。政策変更の際には、保有債券の再投資をやめるか規模を徐々に縮小するのが望ましいとした。

# (14) 投機筋の米国債先物買い残は縮小する可能性



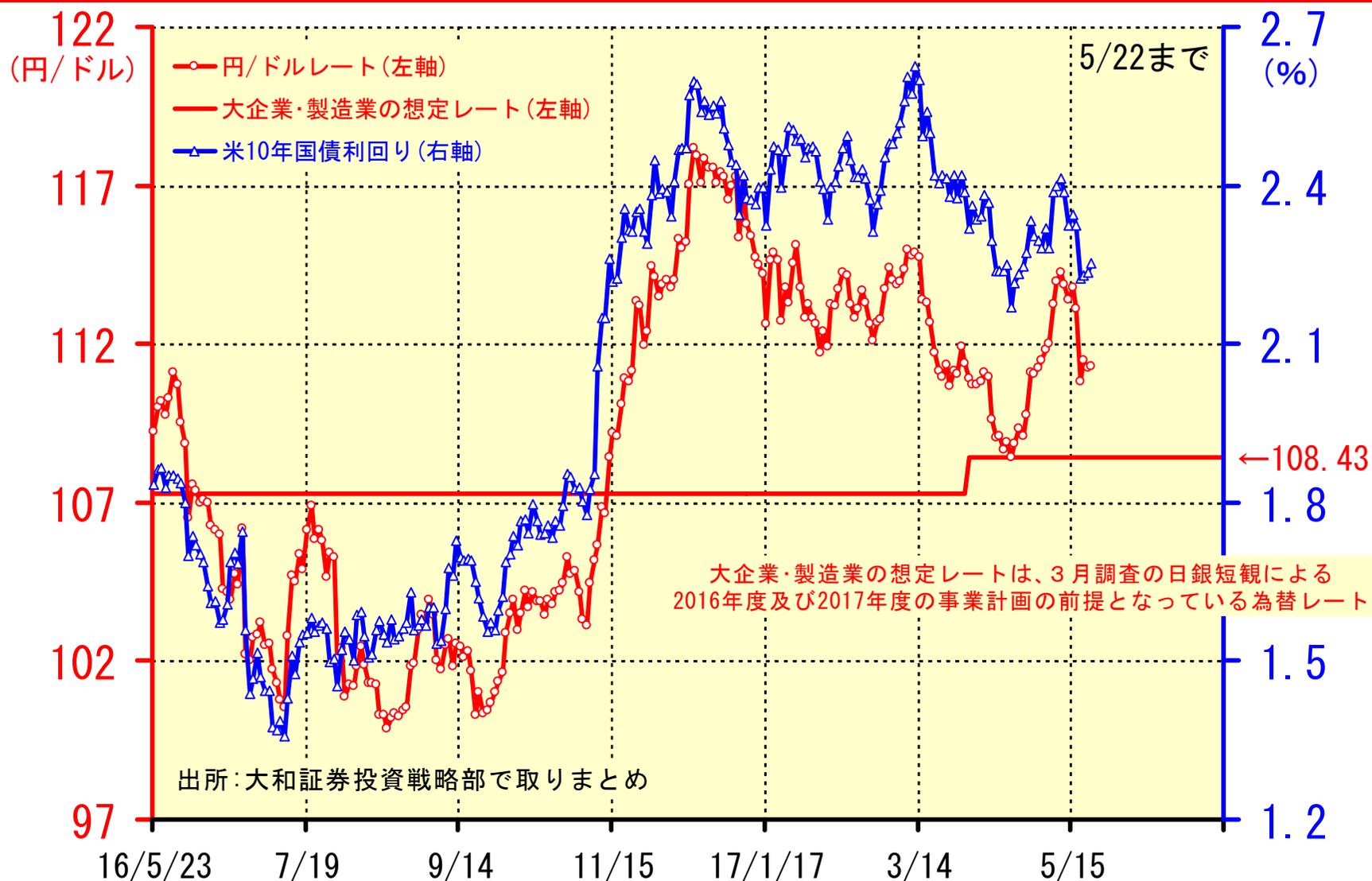
米商品先物取引委員会(CFTC)が発表した5月16日時点の建玉報告によると、シカゴ商品取引所(CBT)の米10年物国債の先物市場で投機筋(非商業部門)の買越幅は2週続けて拡大した。前週に比べて1万891枚多い24万10枚と、07年12月24日以来およそ9年5カ月ぶりの大きさとなった。

# (15) 投機筋の円先物売り残は再び増加する可能性



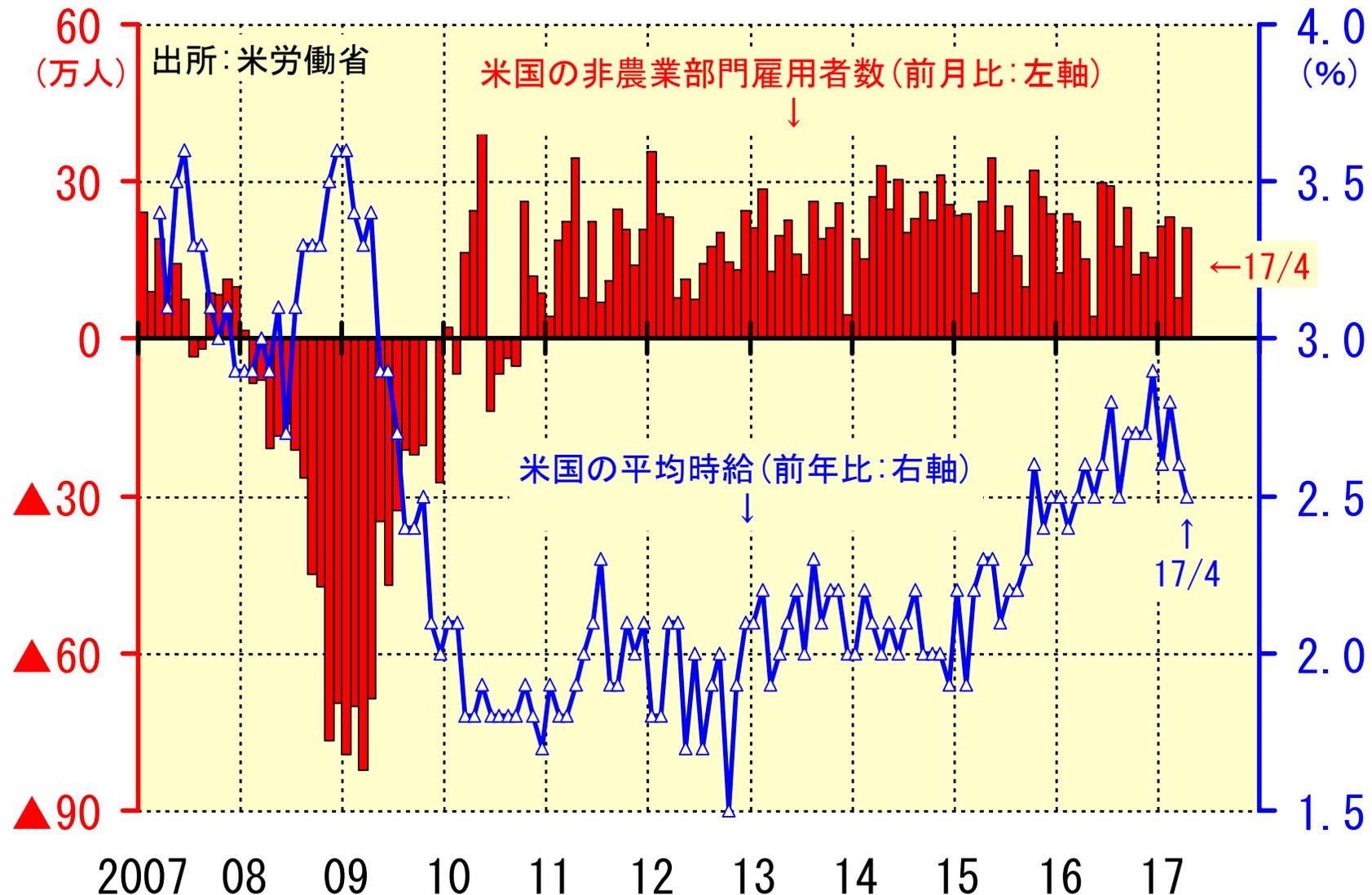
米商品先物取引委員会(CFTC)が発表した5月16日時点の建玉報告によると、シカゴ・マーカンタイル取引所(CME)の通貨先物市場で投機筋(非商業部門)による円の売越幅は3週続けて拡大し、前週比で2万3701枚多い6万8枚だった。

# (16)再び米国金利が上昇してドル高・円安が進む可能性



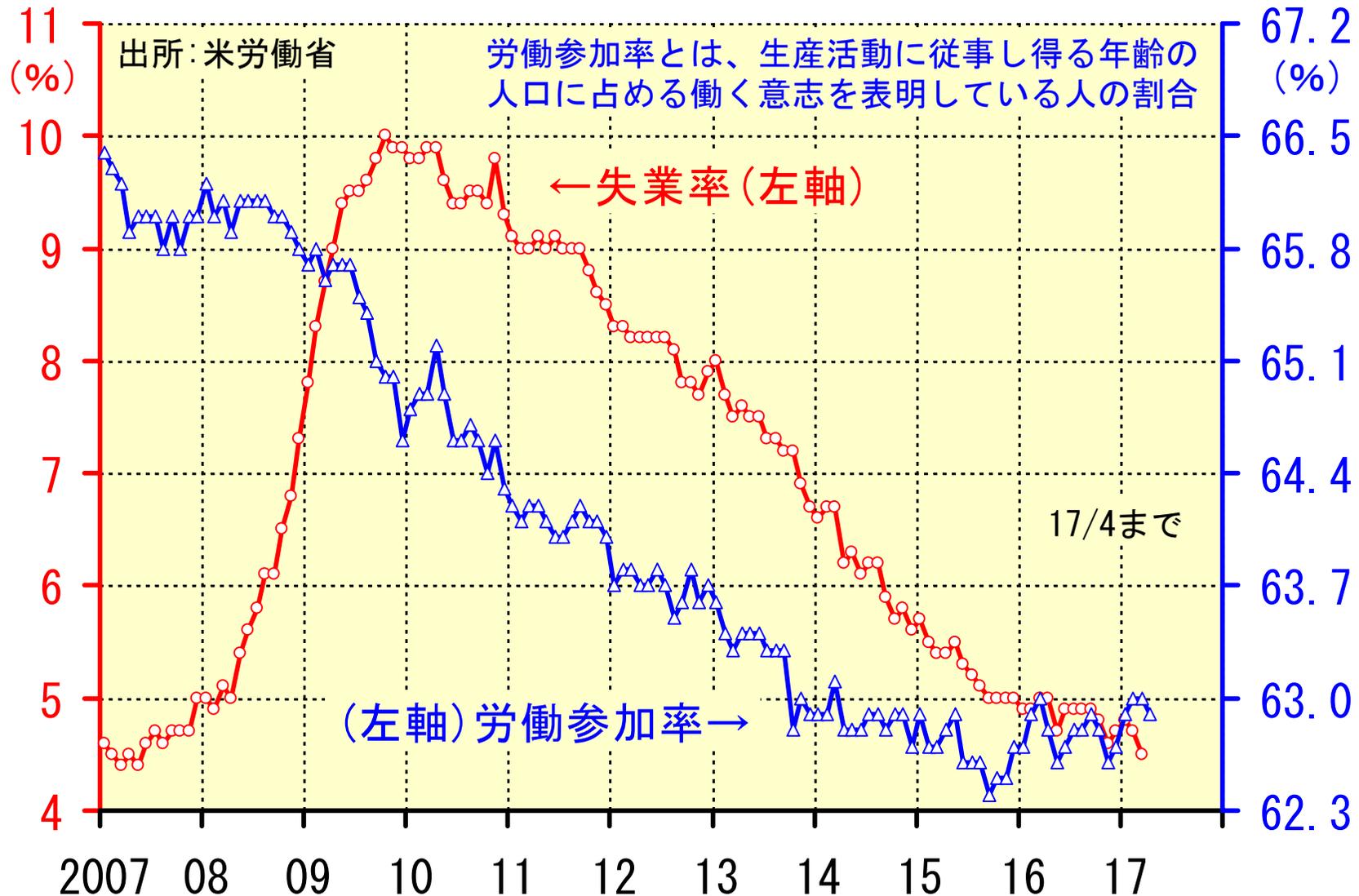
QUICKが発表した5月の外為月次調査によると、金融機関の外為業務担当者43人の5月末の円相場予想は単純平均で1ドル＝112円38銭と、前回調査(4月末時点の予想)の110円38銭よりも2円ちょうどの円安・ドル高だった。円相場の変動要因として「金利・金融政策」への注目度が高まった。「各国の金融政策は2017年に転換点を迎える可能性があり、各中銀のスタンスに特に注目」との声があった。今回はトランプ米政権とロシアの不透明な関係を巡る疑惑に関し「トランプ氏が17年中に米大統領でなくなる可能性は」との質問を設けた。回答は「0～10%」51%、「11～30%」34%、「31～50%」12%だった。トランプ氏が年内に米大統領でなくなる場合の円相場の反応は「円急上昇」が39%で最も多く、次いで「円強含み」が30%だった。「円弱含み」は24%、「円急落」は4%にとどまった。16

# (17)米4月の非農業部門雇用者数は急回復した



米労働省が発表した4月の雇用統計では**非農業部門雇用者数が前月比21万1千人増え、前月の7万9千人から急回復した**。失業率は前月から0.1ポイント改善し、2007年5月と並ぶ9年11カ月ぶりの水準となった。FRBは完全雇用とみる失業率の水準を4.7%としており、労働市場には逼迫感がにじみ始めている。完全雇用下で就業者増が続けば、FRBの懸念が「雇用不足」から「雇用過熱」に移る可能性もある。**イエレン議長は完全雇用下での就業者の伸びを「月7万5千～12万5千人が適正」とみており、足元のペースはそれを大きく上回る**。もっとも**4月の平均時給は26.19ドルと前年同月比2.5%増にとどまった**。伸び率は前月からやや鈍り、08年の金融危機前の水準に届かない。雇用の逼迫が実際の賃上げにどこまで結びつくかが焦点となる。

# (18)米4月の失業率は約10年ぶりの水準に低下



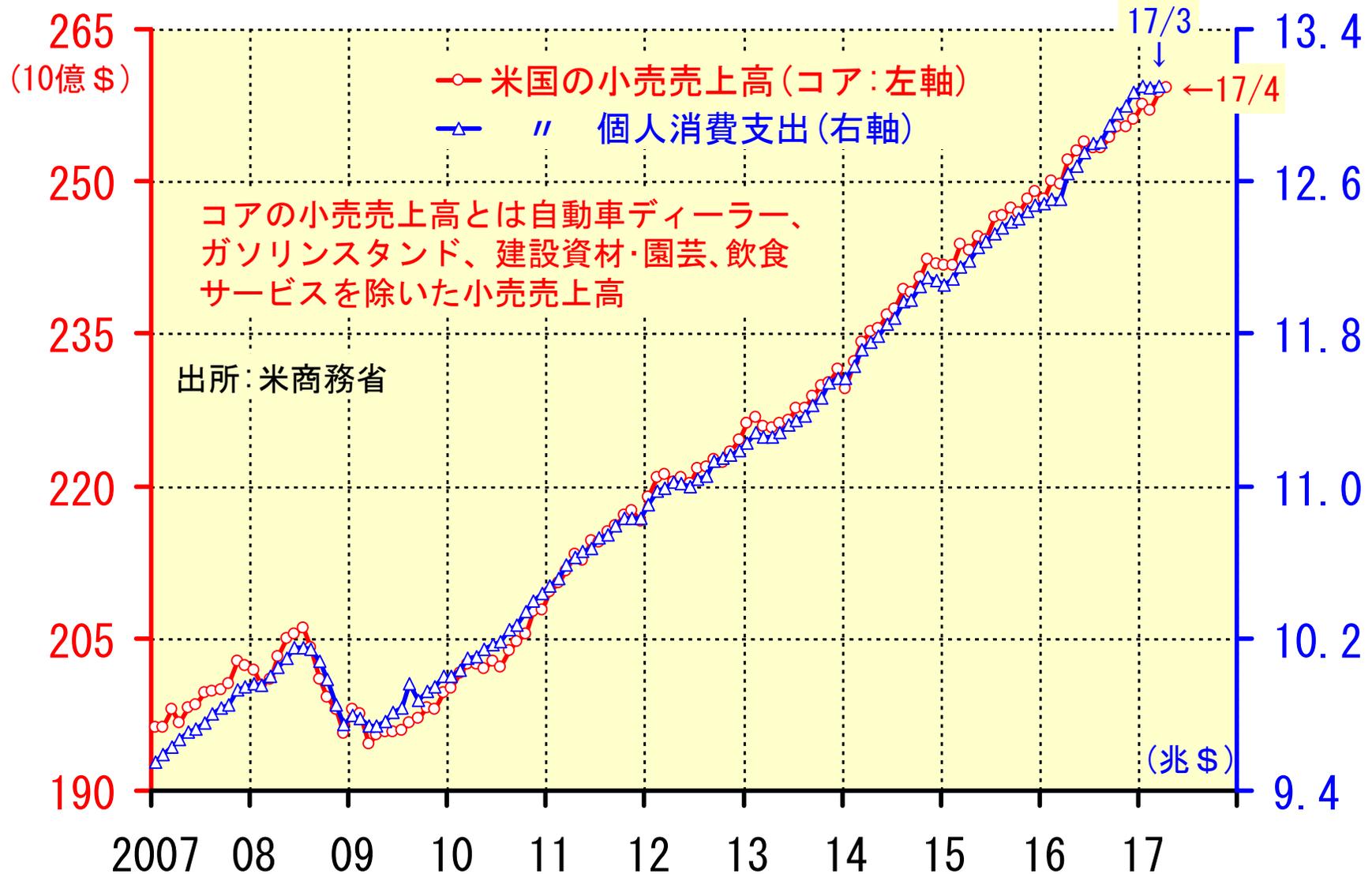
米4月の失業率は前月から▲0.1%pt低下の4.4%となり、2007年5月以来の低水準を記録した。失業率はすでに自然失業率に迫る水準まで低下している中で、労働需給のタイトさが一層増す結果となった。失業率の内訳を確認すると、就業者数は前月差+15.6万人と3ヵ月連続で増加し、失業率を押し下げる要因となった。就業者率は同+0.1%ptと4ヵ月連続で上昇しており、このところ上昇基調を強めている。一方、非労働力人口が前月差+16.2万人増加したことで、労働参加率は同▲0.1%ptと5ヵ月ぶりに低下し、失業率を押し下げる要因となった。労働参加率の低下を踏まえると、今回の失業率の低下は必ずしもポジティブとは言えない。しかし、均して見れば労働参加率の持ち直し自体は続いており、労働参加率の低下を過度に悲観的に捉える必要もないだろう。(大和総研) 18

# (19)米国の新車販売市場は減速しているが・・



米調査会社オートデータがまとめた4月の米新車販売台数は前年同月比4.7%減の142万6126台だった。市場予想(4%減)を下回った。季節調整済みで年率換算した販売台数は3%減の1688万台。3月(1662万台)からは上向いたが、市場予想(1700万台)には届かなかった。ガソリン安や米景気回復を追い風に2016年の米新車販売台数は2年連続で過去最高を更新した。ただ年後半は伸び悩み、今年是一段と減速している。

# (20)米国では雇用と消費の好循環が続く可能性



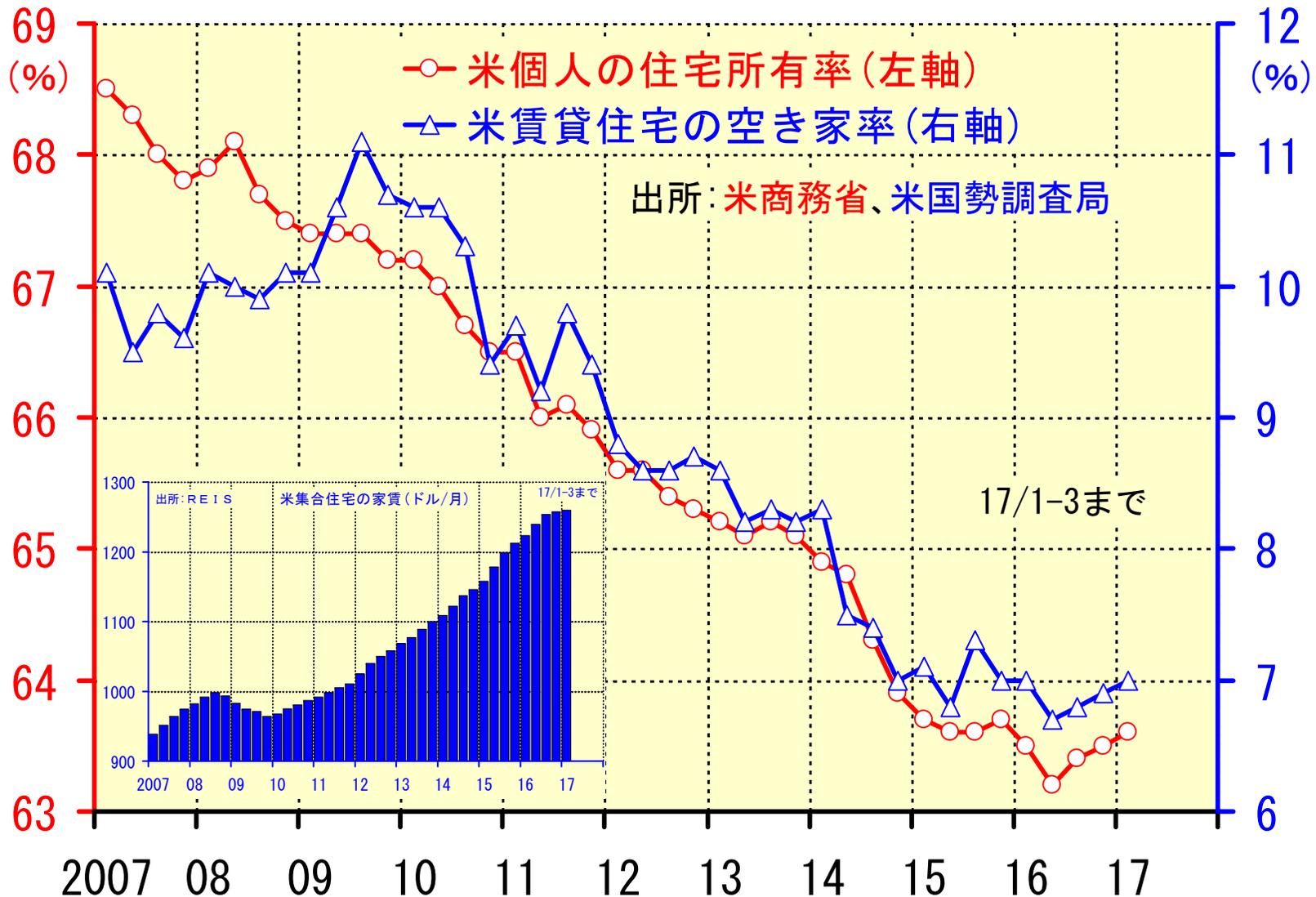
米商務省が発表した4月の小売売上高は前月比0.4%増加した。自動車をはじめ幅広い項目で販売が増え、第1・四半期に失速状態に陥った米経済が勢いを取り戻しつつあることを示唆した。市場予想は0.6%増だった。3月の数字は当初発表の0.2%減から0.1%増に改定された。自動車やガソリン、建材、食品サービスを除いたコア売上高は前月比で0.2%増加した。3月は当初発表の0.6%増から0.7%増へ上方改定された。コア売上高は、国内総生産(GDP)の消費支出に最も近いとされる。米経済の3分の2以上を占める消費支出は第1・四半期に年率0.3%増となり、2009年第4・四半期以来の弱い伸びだった。個人消費の弱さが一因で、第1・四半期GDPは0.7%増にとどまった。

# (21)米住宅市場は緩やかな回復が続く可能性



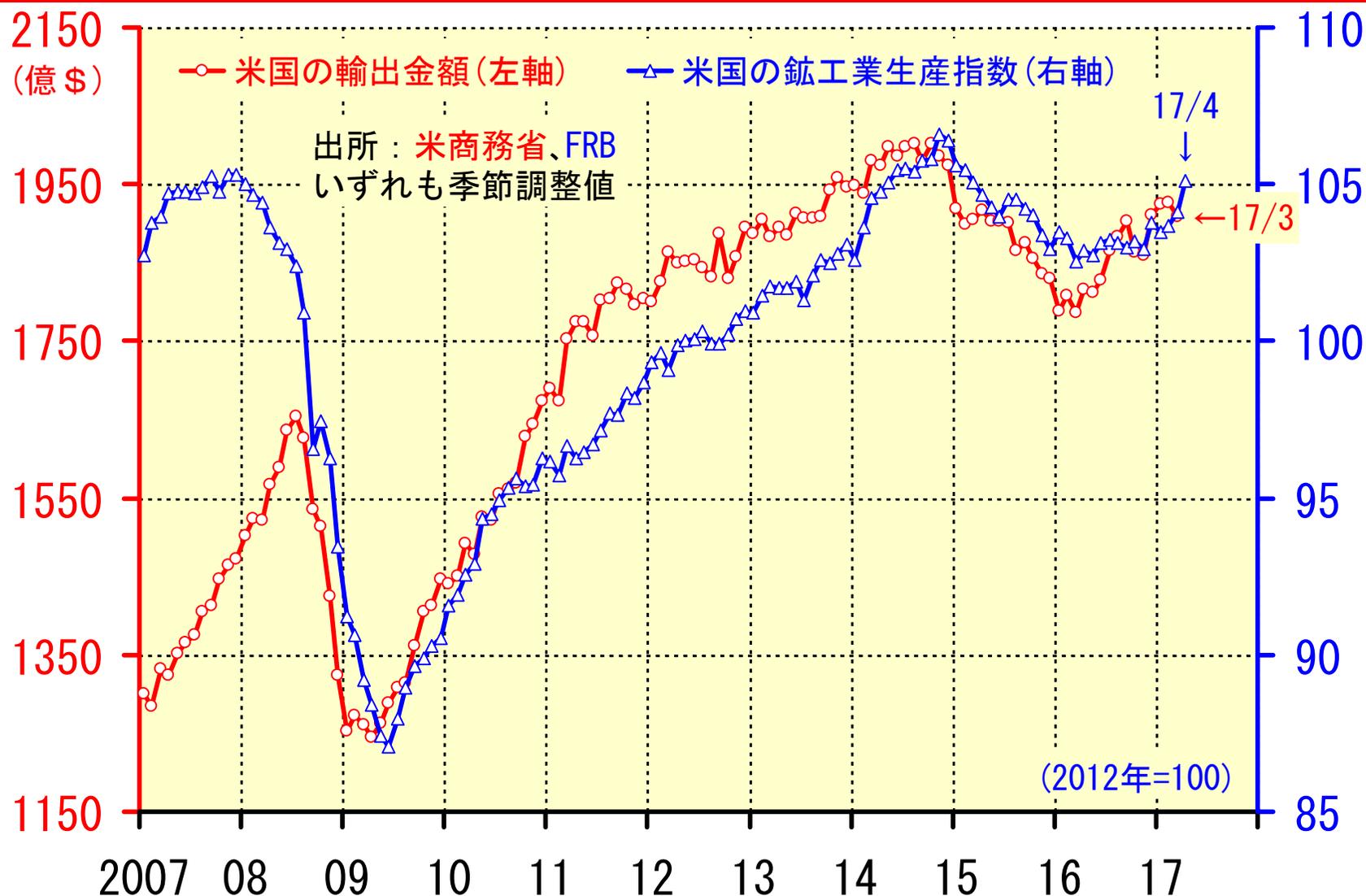
全米不動産業界(NAR)が発表した3月の中古住宅販売件数は、季節調整済み年率で前月比4.4%増の571万戸。2007年2月以来で最高となった。NARのチーフエコノミスト、ローレンス・ユン氏は統計発表後の記者会見で、「販売戸数と価格は非常に堅調に伸びている。住宅購入者は手頃な物件を見つけるのに苦労しているが、めげていない」と述べた。

# (22)米個人の住宅所有率は3四半期連続上昇



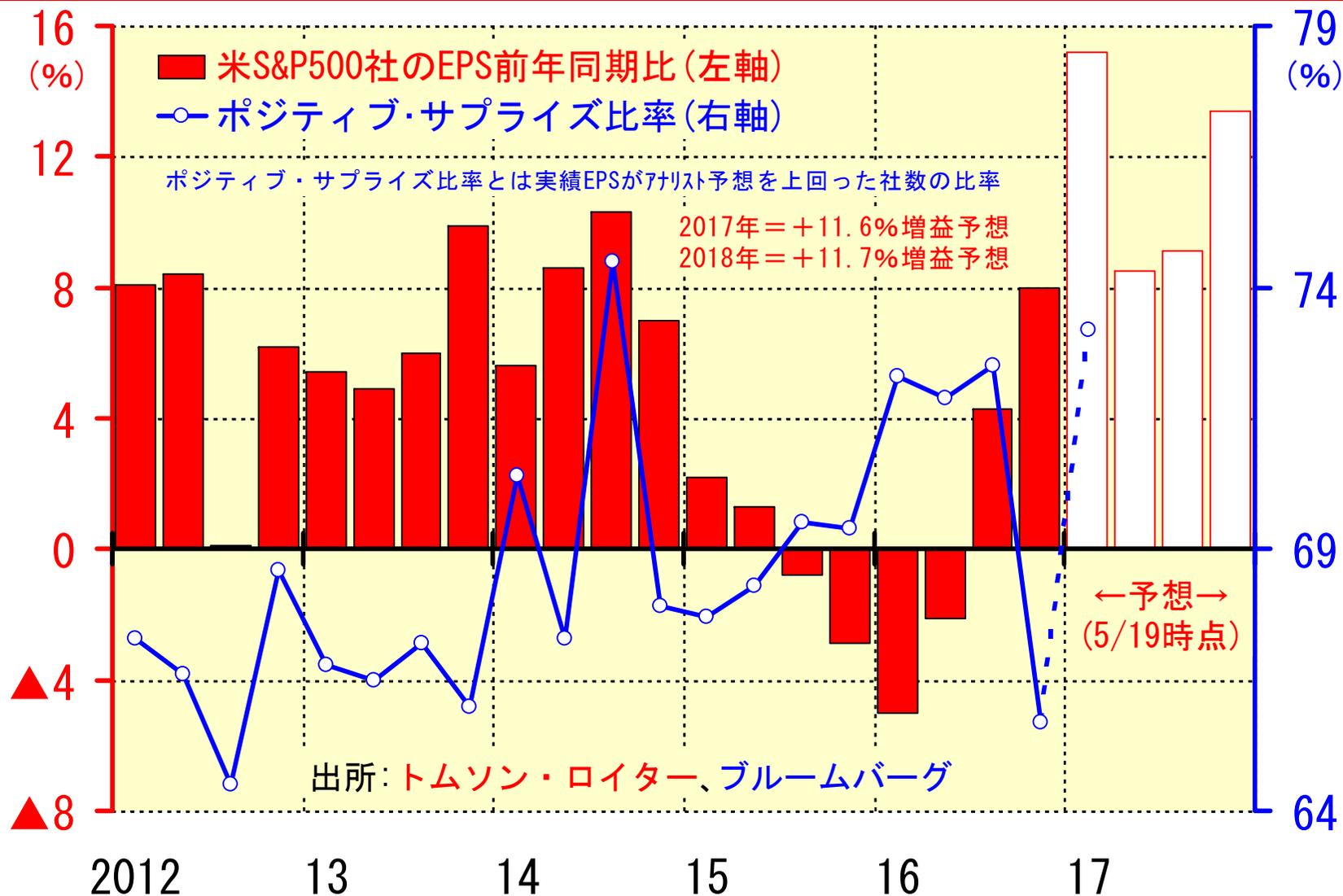
住宅については、2000年代半ばの住宅バブル崩壊後、中低所得層を中心に持家を手放し賃貸に住み替える動きとなり、**持家比率が大きく低下した**。しかし、現状の米国住宅市場は回復傾向を辿り、**賃貸住宅の家賃も上昇傾向にある**。そのため、賃貸から持家に戻る動きが強まることが期待される。奇しくもトランプ氏が大統領選挙で勝利して以降、長期金利が上昇し、住宅ローン金利も上昇が予想される。本格的な金利上昇前の駆け込み需要が喚起される可能性があるであろう。(大和証券投資戦略部)

# (23)ドル高の悪影響は今のところ顕在化していないので..



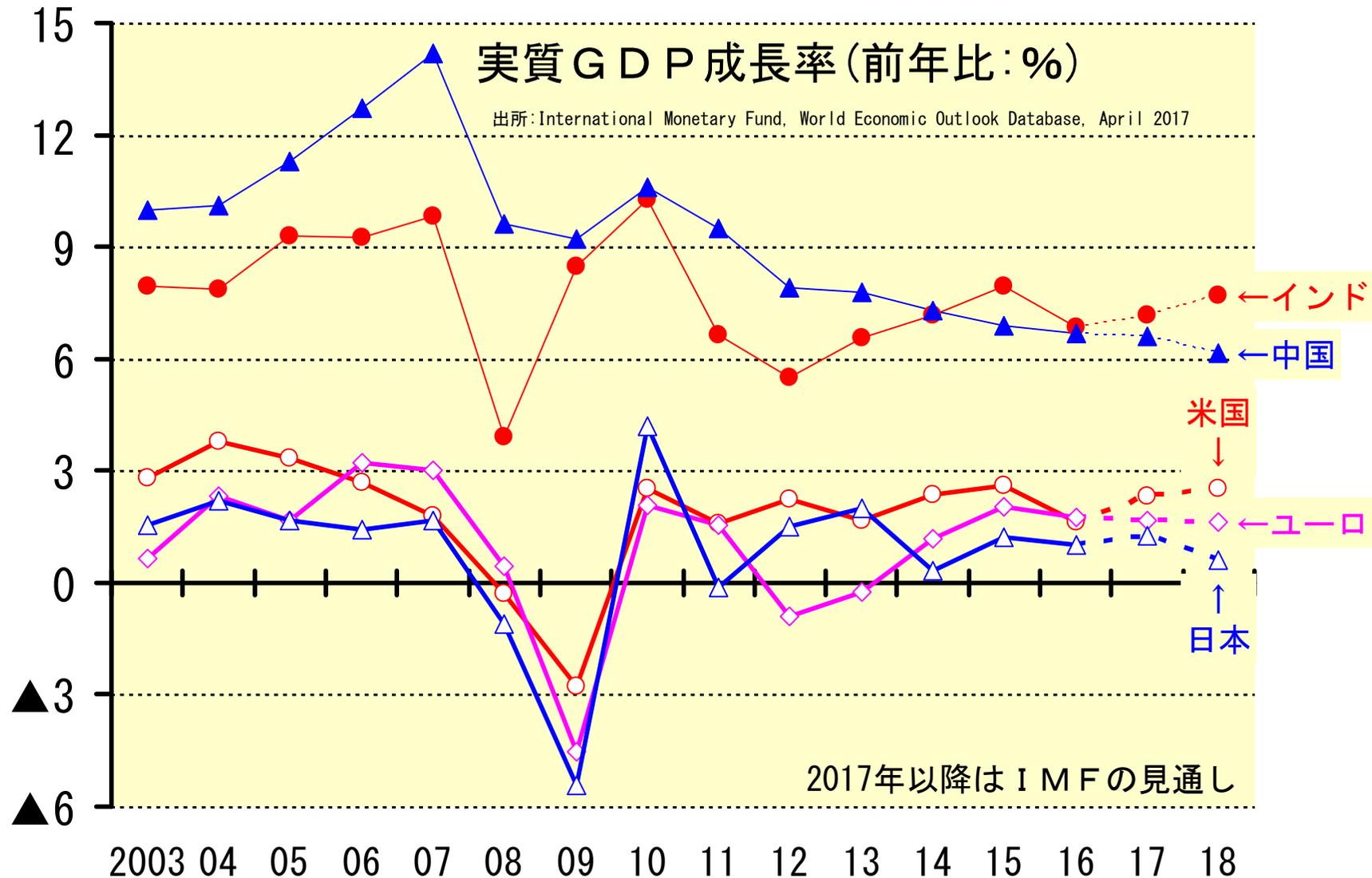
米商務省は3月の貿易統計で対日貿易赤字が前月比33%増えたことで「米国はこの膨張した貿易赤字にもはや耐えられない」とするロス商務長官の声明を発表した。自由貿易協定(FTA)を含めた日本との2国間協議を促す異例のけん制だといえる。米商務省は「耐えがたい水準に達したメキシコや日本との貿易赤字」と題した声明を発表。対日貿易赤字は2月から3月にかけて「16億ドル増えた」と指摘した。3月の対日貿易赤字(季節調整済み)は64億9200万ドルで、2月の48億8千万ドルから33%増え、国別では中国、メキシコに次ぐ3番目の大きさだった。声明はロス長官のコメントとして「トランプ政権は一方的な貿易関係から、米労働者と企業を守る」とした。

# (24)米国の企業業績は増益が続く可能性



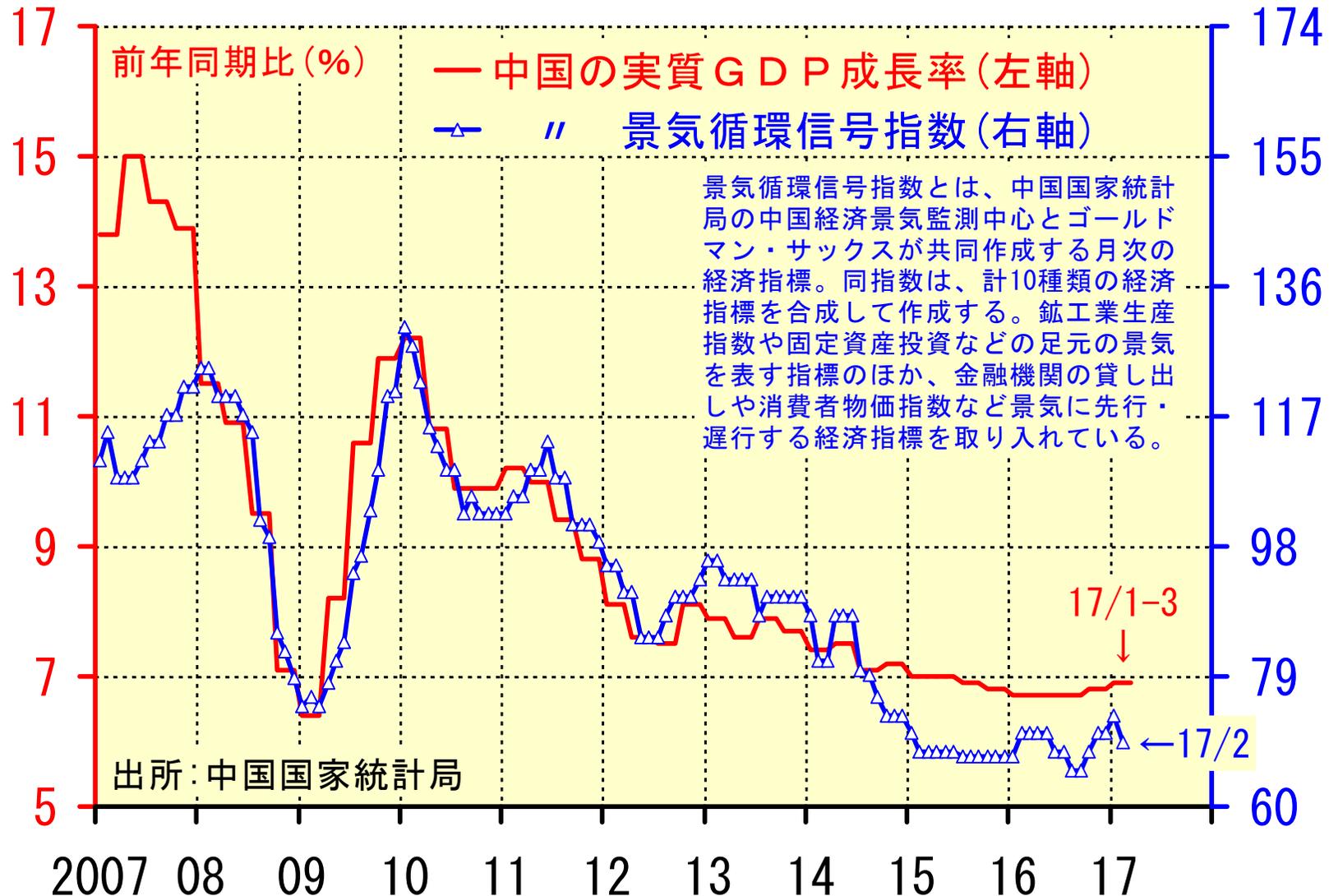
米調査会社トムソン・ロイターによると、S&P500種の構成銘柄では5月19日時点で473社が2017年1~3月期決算を発表。うち73.2%の企業の利益が市場予想を超え、1994年以降の平均(64%)を上回る。1~3月期は15.2%の増益となる見込みで、増益率の予想は4月1日時点の10.2%から大幅に切り上がった。

# (25) 来年の米国景気はトランプ政策次第



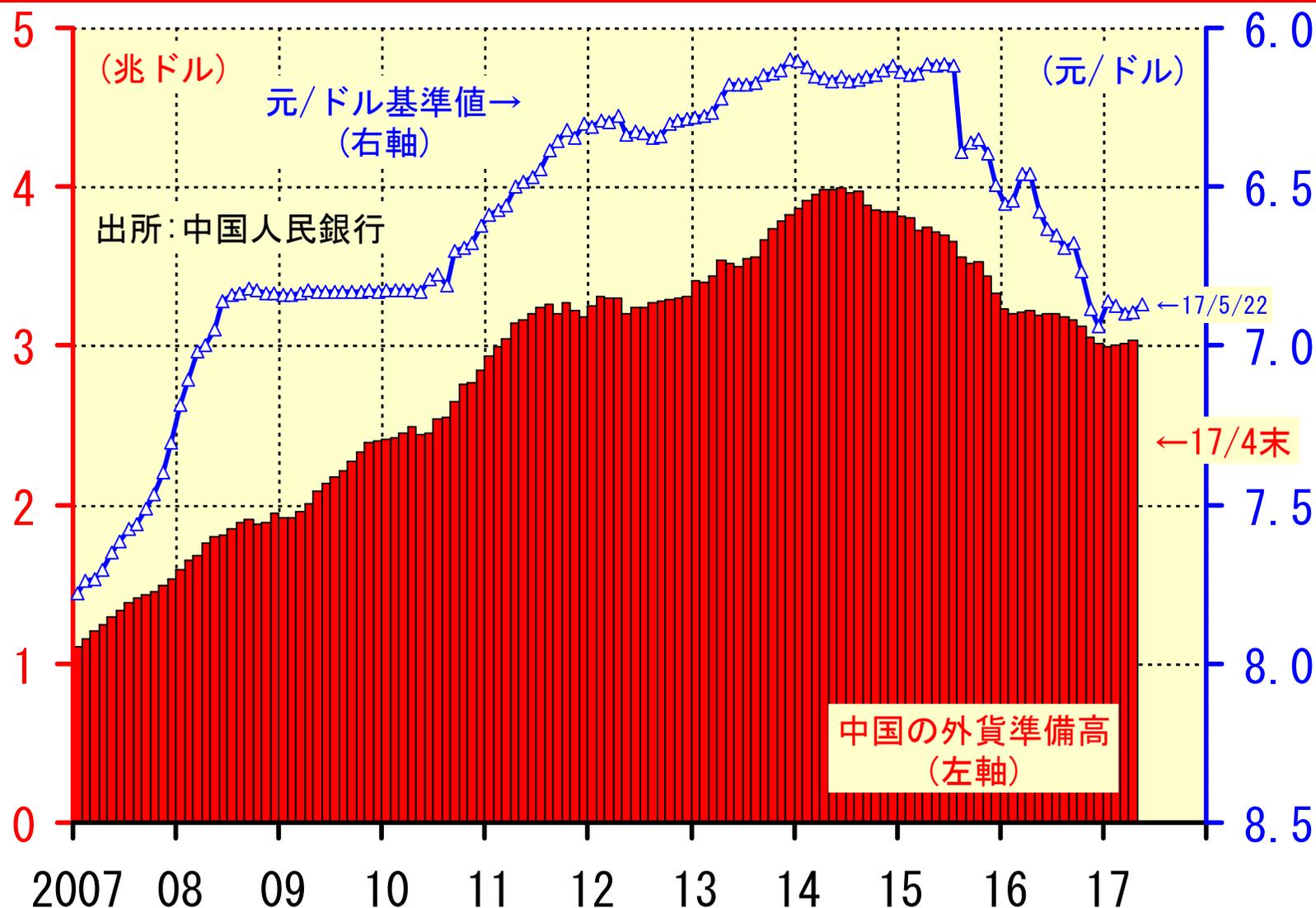
トランプ米大統領就任後100日間の政策の進捗状況を概観すると、議会の協力が必要となる政策については進展が見られず、大統領単独による政策の実施には限界があることを露呈したと言える。先行きに関して、トランプ大統領は、大統領令で実行可能な政策案件については、これまで同様に大統領令を駆使して対応を進めていく公算が大きい。他方、議会の協力が必要となる財政政策などの法案作成については、引き続き苦戦を強いられる可能性が高いだろう。目先の注目点としては、4月26日に公表された税制改革案を受けて、5月に公表される予定の予算教書がどのような内容となるかだが、トランプ大統領による税制改革案が盛り込まれた予算教書の内容がそのまま実現するとは考え難い。(大和総研)

# (26)中国景気は2016年に入ってから下げ止まり・・・



中国の2017年1～3月の実質経済成長率は前年同期比6.9%だった。地方を中心にインフラや不動産への投資が増え、成長をかさ上げた。習近平指導部は最高指導部が入れ替わる秋の党大会をにらんで安定成長の演出に躍起だ。ただ、資産バブルの拡大など先行きのリスクは膨らんでいる。成長率は2四半期続けて上向いた。成長加速の原動力は前年同期から23.5%も伸びた道路や空港などインフラ投資だ。経済政策に通じた共産党関係者は「党大会前に経済成長で得点を稼ごうと地方政府の指導者や官僚が投資を増やした」と指摘する。安定した経済成長を保ちつつ、生産能力の調整、不動産など資産バブルの抑制といった構造問題にどこまで本腰を入れて取り組むか。当局の政策運営に中国景気は大きく左右されそうだ。

# (27)外貨準備高の減少も一服しているので・・・



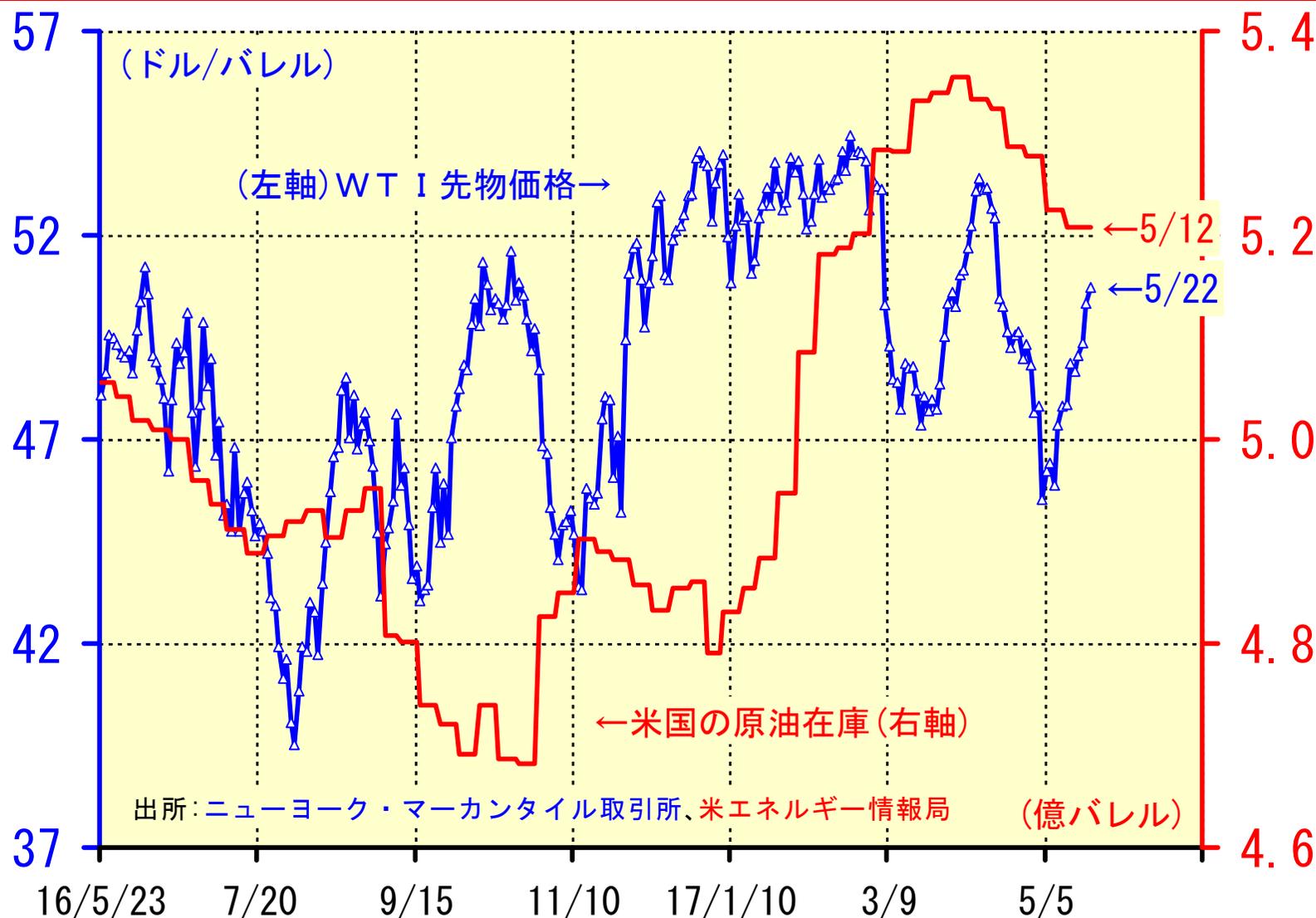
中国人民銀行(中央銀行)が発表した4月末の外貨準備高は前月末より204億ドル多い3兆295億ドル(約340兆円)だった。前月比でみると3カ月連続で増加した。残高は昨年11月以来の高水準になった。外貨準備高が増加した要因は、大口の海外送金などを制限した資本規制の強化により、中国から海外への資本流出が縮小していることがある。さらに4月はユーロが対ドルで上昇し、外貨準備で保有するユーロ建て資産がドル換算で膨らんだことも要因の1つとなった。為替変動の影響が小さな国際通貨基金(IMF)の特別引き出し権(SDR)建ての外貨準備をみると、4月末は3月末よりも減った。4月は世界的に債券相場が上昇。中国の外貨準備は先進国の国債など債券が主体とみられ、債券価格の上昇が残高を押し上げた。

# (28) 上海株下落の影響は限定的



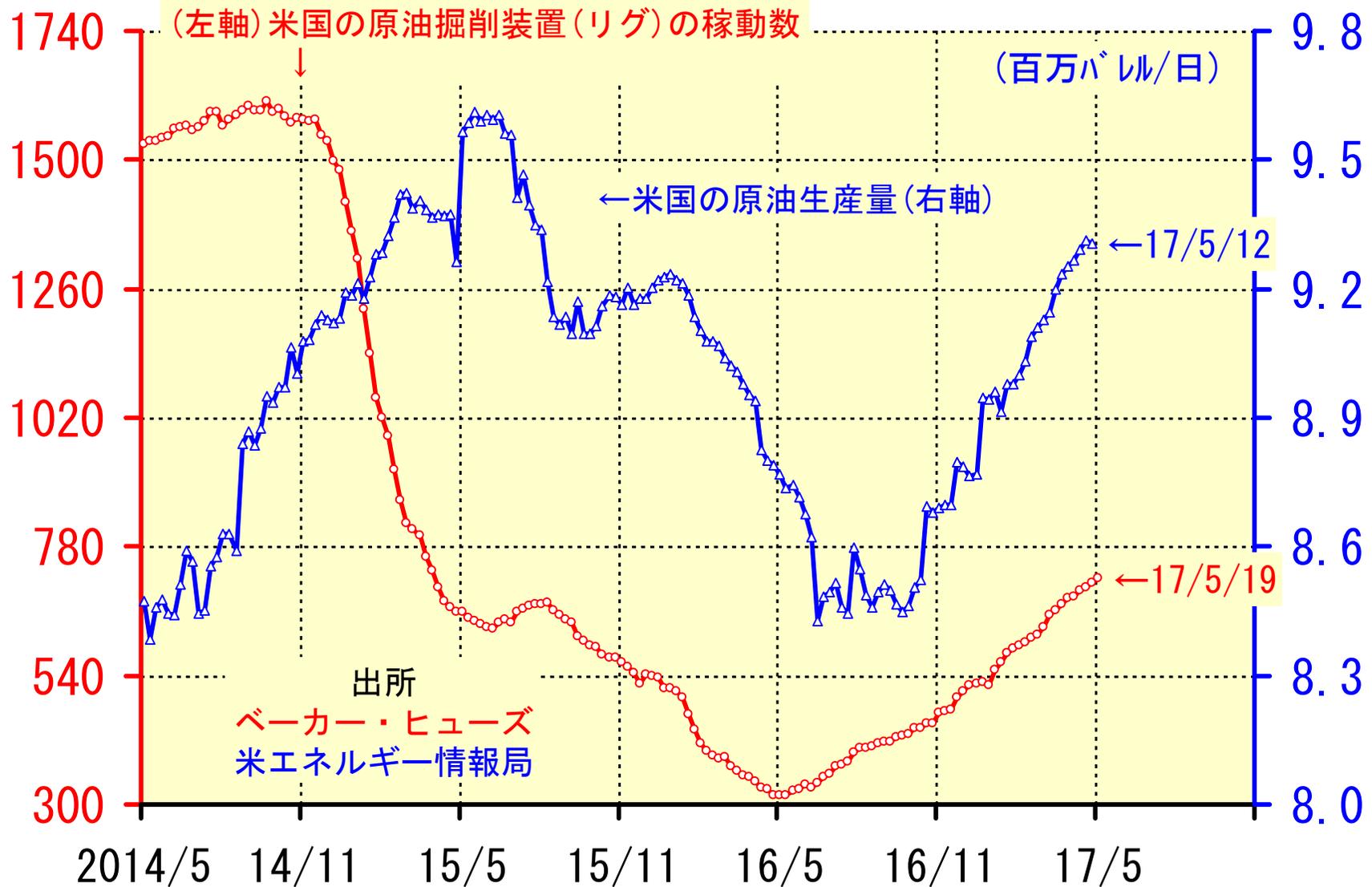
中国株式市場の投資家心理が冷え込んでいる。上海総合指数は4月11日に年初来高値を付けたあと、わずか1カ月ほどで7%あまり調整。背景には3つの理由がありそうだ。中国の金融関連の監督当局は4月に入って違法取引や投機行為への監視を強めている。具体的には影の銀行(シャドーバンキング)の取り締まりやインサイダー取引への厳罰対応などだ。今秋に共産党大会を控え、習近平指導部が経済の安定運営を最優先していることが背景にある。第二の理由は、こうした引き締めが实体经济に与える悪影響だ。中国人民銀行(中央銀行)は銀行間市場の金利を高め、誘導している。投機の締め出しが主目的だが、長期間放置すると企業の借り入れコストに跳ね返る。三番目は市場の需給悪化だ。証券当局は昨秋ごろから新規株式公開(IPO)の承認を加速している。

# (29) OPECが原油減産を来年3月まで延長しても・・・



OPECは5月25日にウィーンの本部で開く総会で、ロシアなど非加盟の主な産油国と実施している協調減産を2018年3月まで9カ月間延長することで最終調整の見通しだ。OPEC最大の産油国サウジアラビアとロシアがこのほど協調減産の延長で合意。両国の主導で原油市場の安定を急ぐ。サウジのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相とロシアのノワク・エネルギー相が中国・北京で会談し、減産延長で合意した。共同声明で「市場を安定させるためにできることは何でもする」とした。総会前にサウジとロシアが減産の条件で合意するのは異例。OPECと非加盟の主要産油国は1月から協調減産に入り、6月末が期限。シェールの増産で効果が薄れ、延長が必要との考えでまとまった。総会までに加盟国や非加盟の産油国の賛同を取り付ける。

# (30)原油の供給過剰懸念が再燃する可能性も



米石油サービス大手ベーカー・ヒューズが5月19日に発表した米石油リグ稼働数は前週末比8基増の720基と18週連続増となった。リグ増加に伴い米原油生産も16年7月の直近底値842.8万バレルから930.5万バレルまで回復してきた。リグ設置から実際の原油生産まで時間差があり、シェール企業の間では「生産モメンタム(勢い)が本格的に戻るのは17年6月以降になる」との声が多い。米エネルギー情報局(EIA)は18年10~12月期には米原油生産は日量1012万バレルまで増えると予想。米国の増産分(16年11月末以降から日量約140万バレル増)だけで16年11月末に8年ぶりに合意したOPECの減産分を帳消しする計算だ。こうしたシェール増産による原油需給の悪化が意識され、市場では原油相場の先安観が根強くなっている。

# (31)日本の1-3月期の実質GDPは5期連続増加



内閣府が発表した2017年1～3月期の国内総生産(GDP)速報値は、物価変動の影響を除く実質で前期比0.5%増、[年率換算では2.2%増](#)だった。[プラスは5四半期連続](#)。個人消費が持ち直し、輸出も伸びた。民間予測の中央値は前期比0.4%増で年率では1.8%増だった。実質GDPの内訳は、内需が0.4%分の押し上げ効果、外需の寄与度は0.1%分のプラスだった。項目別にみると、個人消費が0.4%増と、5四半期連続でプラスだった。生鮮野菜の価格高騰が一服し、消費者心理が改善した。輸出は2.1%増、輸入は1.4%増だった。アジア向けを中心に需要が堅調で輸出が拡大した。国内需要が伸び、輸入量が増加した。

# (32)輸出や生産は回復しており..



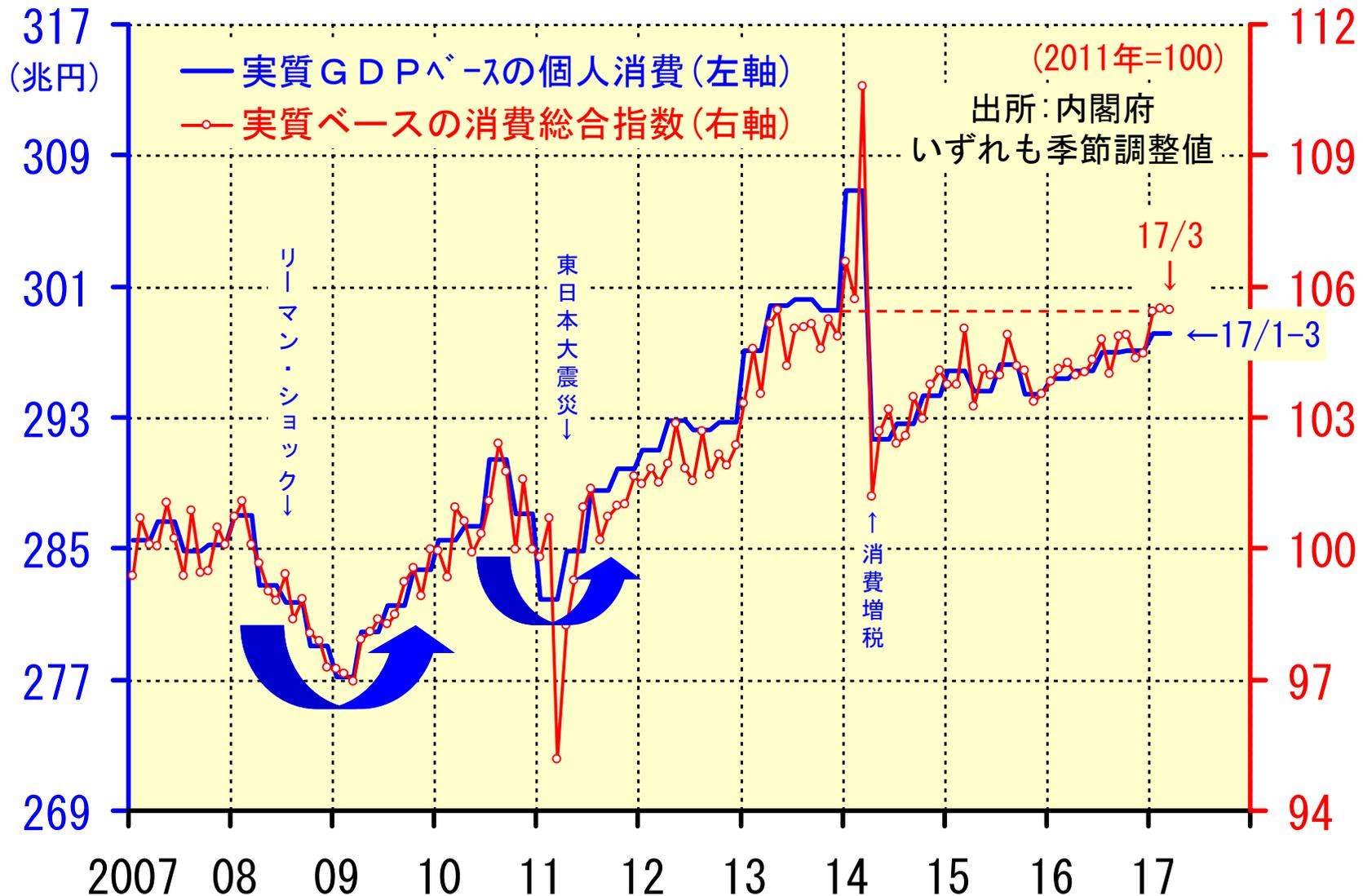
財務省が発表した4月の貿易統計によると、輸出額は前年同月比7.5%増の6兆3292億円と5カ月連続で増加した。4月の為替レートは1ドル=110.92円と前年同月に比べ小幅な円高で、輸出への悪影響があったものの、海外景気の改善を背景にした輸出数量の伸びなどが寄与した。財務省は「前年同月は熊本地震が発生したことから、反動増が出ている可能性もある」とみている。半導体などの製造装置が韓国向けIC製造用をはじめ好調だったほか、中国向けの鉄鋼の伸びも目立った。地域別では中国向け輸出が14.8%増となった。対米国も2.6%増、対欧州連合(EU)は2.2%増となりともに前年同月を上回った。

# (33)有効求人倍率は26年ぶりの高水準で..



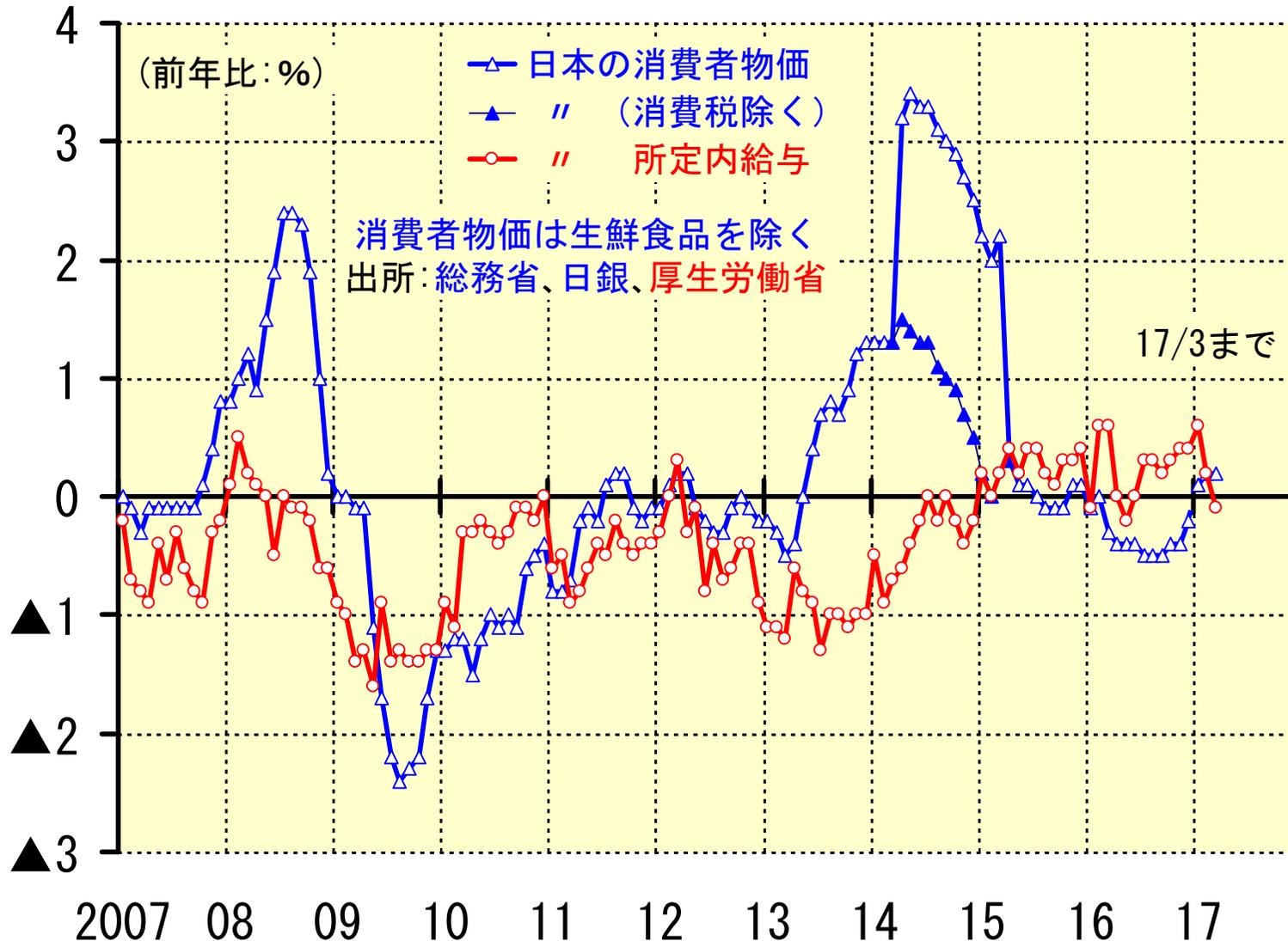
人手不足が一段と強まり、雇用に関する指標が改善している。厚生労働省が発表した3月の有効求人倍率(季節調整値)は前月より0.02ポイント高い1.45倍で、バブル期の1990年11月以来26年ぶりの水準。正社員の有効求人倍率は0.94倍で2004年に統計を取り始めて以来最高だった。企業は長期の視点で人手を確保するため、正社員の求人を増やしている。完全失業率は前月と横ばいだったが、3%台前半とされるミスマッチ失業率(求人があっても職種や年齢、勤務地などの条件で折り合わずに起きる失業率)を下回った。働く意思のある人なら誰でも働ける「完全雇用」状態にあるといえる。

# (34)個人消費にも回復の兆しがあるが・・



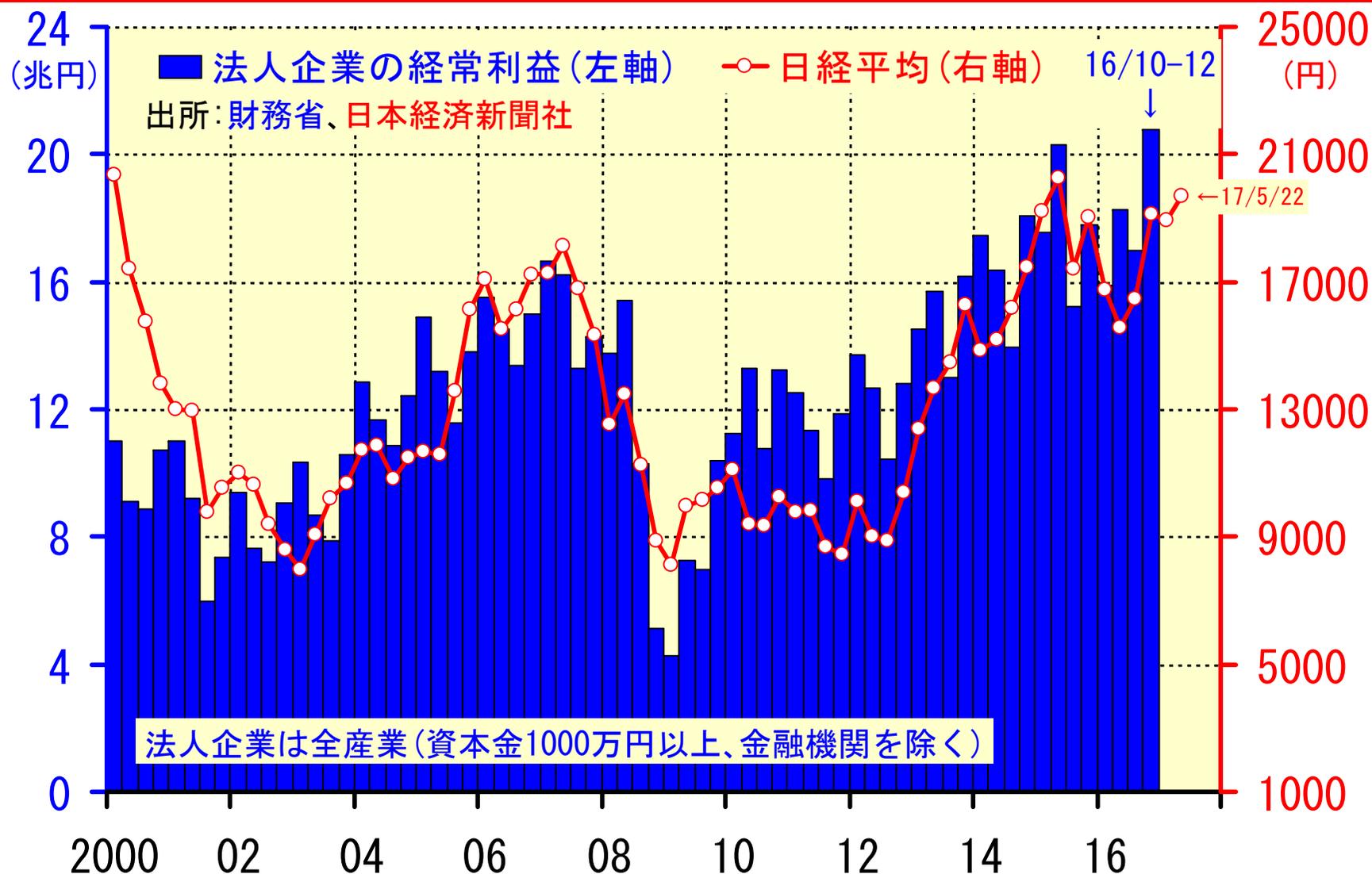
総務省が公表した3月の家計調査によると、2人以上世帯の1世帯当たり消費支出は29万7942円で、物価変動の影響を除いた実質で前年同月比1.3%の減少だった。うるう年の影響を除くと1年7カ月連続で前年同月を下回った。食料が2%減少した。

# (35) 実質賃金がマイナスになる可能性に要注意



経団連は4月25日、今年の春季労使交渉の1次集計の結果をまとめた。定期昇給とベースアップ(ベア)を合わせた賃上げ額は月7155円と2.18%増えた。賃上げ率が2%を超えるのは4年連続。4年連続で2%を超えるのは1996~99年以来で、経団連は「賃上げは着実に継続している」とみる。一方、原油価格は電気料金や石油製品の価格に反映され、物価全体は17年後半にかけて上昇が見込まれる。昨年並みの賃上げでは消費に大きく関わる実質賃金がマイナスになる公算が大きい。また、過去3年間は賃上げしても5割程度が社会保険料の負担に回り、消費に回せる分は少なかった。賃上げによる好循環は政府の社会保障改革などと両輪で進めなければ実現は難しそうだ。

# (36) 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。

## (37) 上場企業の為替前提は1ドル=109円、1ユーロ=117円

### 3月期決算の集計状況

(2月15日までに昨年4-12月期の決算発表を終えた1573社)

	売上高	経常利益	純利益
2016/4-12	▲4.9%	▲5.1%	▲0.4%
2017/3(予)	▲3.3%	0.6%	10.5%



(5月19日までに2017年3月期の決算発表を終えた1555社)

	売上高	経常利益	純利益
2017/3	▲2.7%	7.2%	18.3%
2018/3(予)	4.1%	3.8%	9.2%

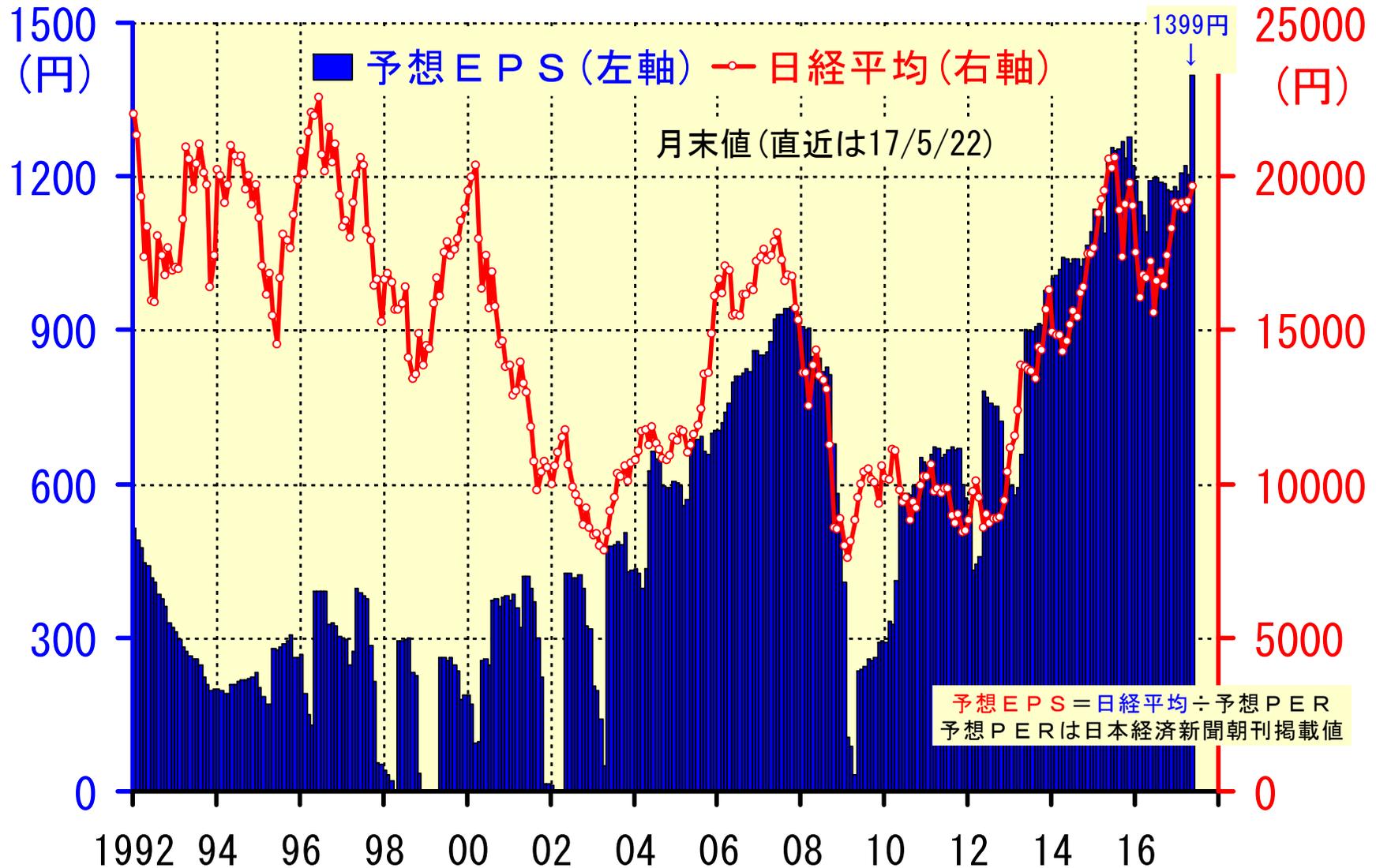
(注) 対象は全国上場の金融を除く3月本決算会社

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

# (38)日経平均の予想EPSは1400円に接近



日本経済新聞社が3月期決算企業の2018年3月期の想定為替レートを集計したところ、平均は1ドル=109円、1ユーロ=117円弱になった。対ドルの想定は実勢とほぼ近いが、英ポンドを含む欧州通貨に対しては円高を見込む企業が多い。欧州の政治情勢や英国の欧州連合(EU)離脱に向けた動きによる為替相場の波乱を警戒しているようだ。主要な384社を対象に集計した。対ドルの想定レートは1ドル=110円が全体の5割を占め、105円が2割で続く。前期実績は1ドル=108円と約12円の円高になり、輸出企業の収益を圧迫した。今期はその逆風が和らぐ。実勢(1ドル=112円前後)も想定と大きくは変わらない。

# (39)EPS1400円でPER16倍なら日経平均は22400円

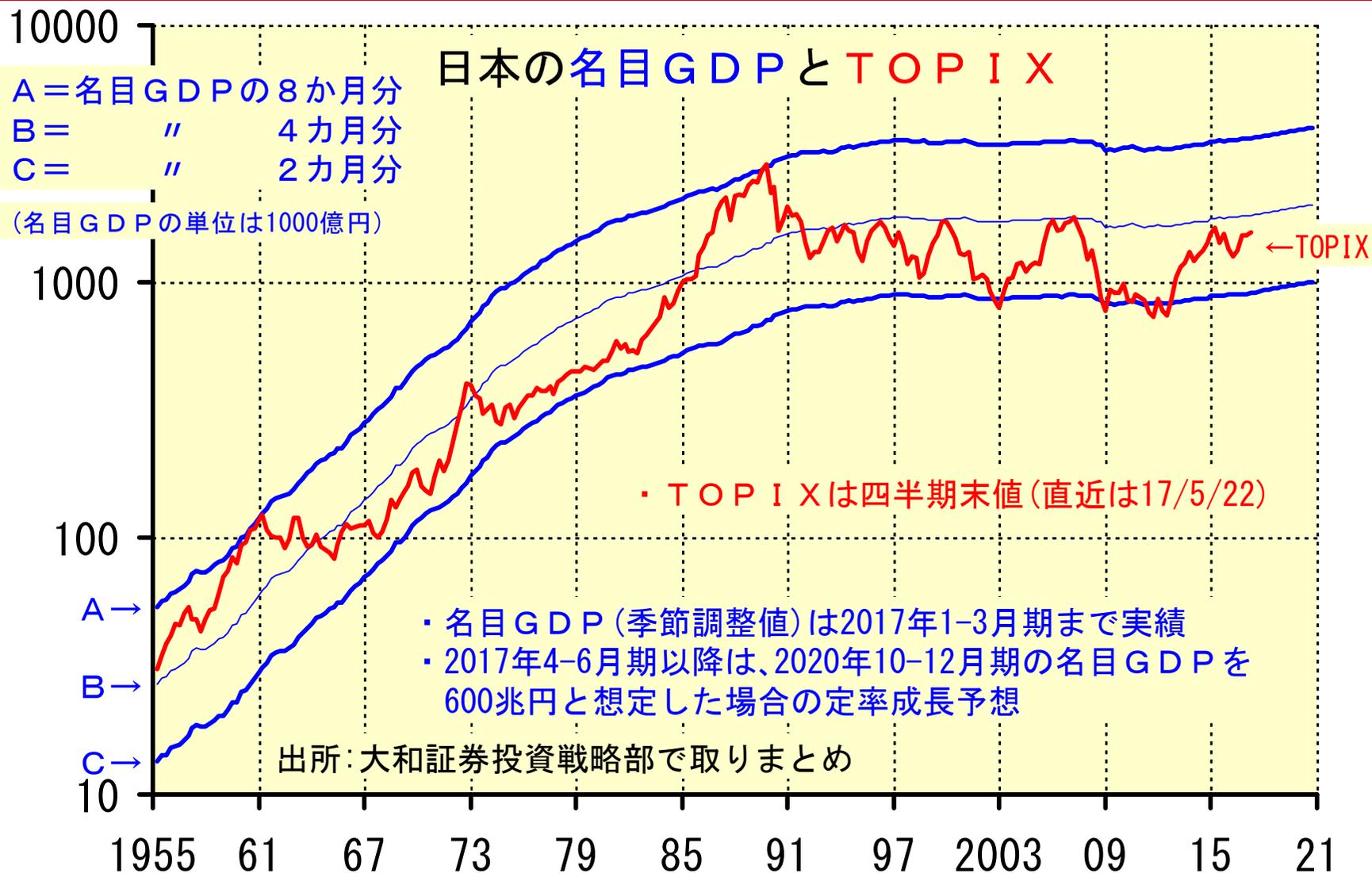
## 主要国上場企業の業績予想とPER及びPBR

2017/5/18 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	4.5	0.04	12.1	0.03	13.9	1.21
米国	5.4	▲ 0.07	11.4	0.22	17.7	2.82
英国	7.2	▲ 0.27	13.5	0.08	14.6	1.83
ドイツ	3.9	0.79	10.3	1.11	13.9	1.69
中国	11.3	0.38	15.0	0.10	12.5	1.54
香港	5.8	0.75	8.3	0.97	15.8	1.20
世界	6.1	0.06	12.6	0.31	15.8	2.05

(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)。

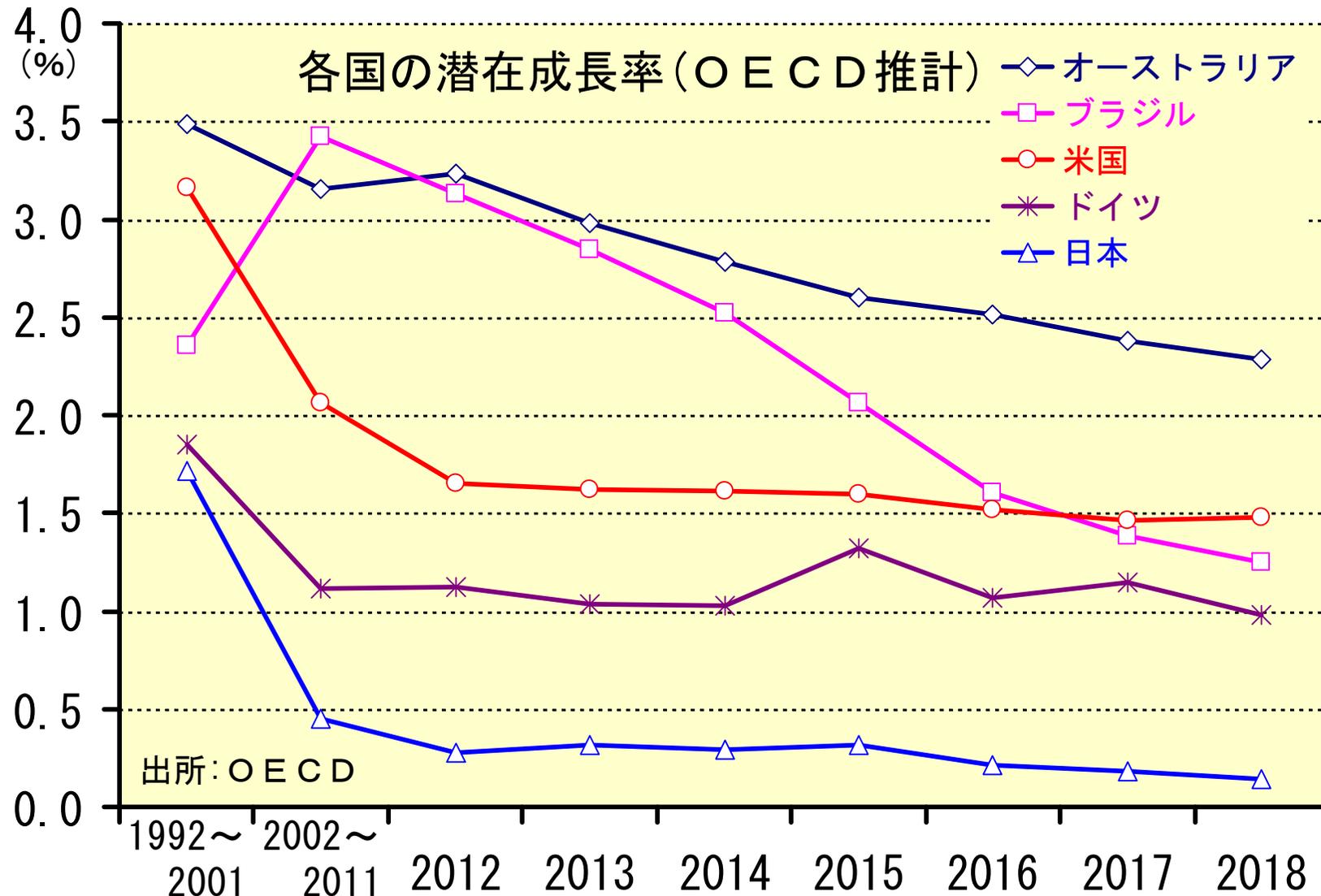
(出所) トムソン・ロイターより大和証券作成

# (40)年内の日経平均は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)

# (41) 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昨年9月30日に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。

## 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 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) 大江戸温泉リゾート投資法人(3472) ウィ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) ベガサスミシン製造(6262) 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 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) 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) 施工房(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）