

内外経済と株式市場の見通し
～年内の日経平均は22000円を目指す可能性～

大和証券 投資情報部
株式ストラテジスト 野間口毅
2017年10月4日

(1)ポイント

- ①米国の財政問題は12月半ばまで先送りされた。**
- ②FRBが12月に利上げする可能性が高まった。**
- ③米国では適温経済 & 好業績を背景に株高継続と想定。**
- ④日本の4-6月期の景気や企業業績は好調だった。**
- ⑤年内の日経平均は22000円を目指す可能性。**
- ⑥日本株の中長期的な上昇には
デフレ脱却や構造改革も必要。**

(2)日米の株価指数及び国債利回り予想

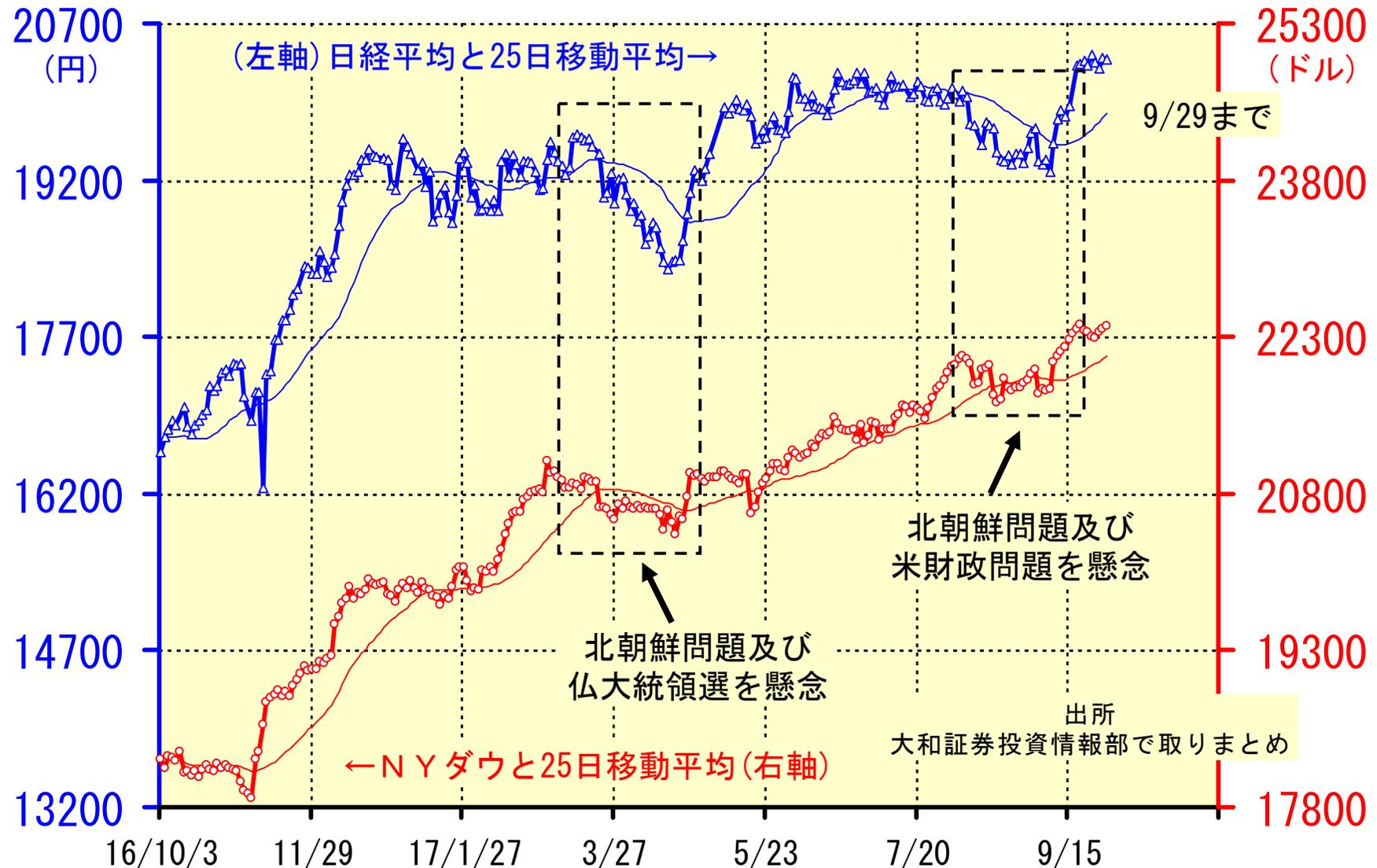
		直近値 (9月29日)	→予想				騰落率① (直近値⇒ 18年3月末値)	騰落率② (直近値⇒ 18年9月末値)
			17年 10-12月	18年 1-3月	18年 4-6月	18年 7-9月		
日経平均 (円)	期末値	20,356.28	22,000	22,500	22,500	23,000	+10.5%	+13.0%
	(高値)	-	(22,000)	(23,500)	(23,500)	(24,000)		
	(安値)	-	(19,000)	(21,500)	(21,500)	(21,500)		
TOPIX (ポイント)	期末値	1,674.75	1,760	1,800	1,800	1,840	+7.5%	+9.9%
	(高値)	-	(1,840)	(1,880)	(1,880)	(1,920)		
	(安値)	-	(1,560)	(1,720)	(1,720)	(1,720)		
NYダウ (ドル)	期末値	22,405.09	22,500	23,000	23,000	23,500	+2.7%	+4.9%
	(高値)	-	(23,000)	(23,500)	(23,500)	(24,000)		
	(安値)	-	(21,000)	(21,500)	(22,000)	(22,000)		
NASDAQ (ポイント)	期末値	6,495.96	6,700	6,900	6,900	7,000	+6.2%	+7.8%
	(高値)	-	(6,900)	(7,000)	(7,000)	(7,100)		
	(安値)	-	(6,300)	(6,400)	(6,600)	(6,600)		

参考:大和証券投資情報部「ダイワ投資情報マンスリー」(2017年10月号)

	2017年7~9月予想	(同)10~12月予想	2018年1~3月予想	(同)4~6月予想
日本の5年物国債利回り	▲0.20~▲0.05%	▲0.25~▲0.05%	▲0.25~▲0.05%	▲0.25~▲0.05%
〃 10年物国債利回り	0.00~0.10%	▲0.05~0.10%	▲0.05~0.10%	▲0.05~0.10%
〃 20年物国債利回り	0.50~0.70%	0.40~0.80%	0.40~0.80%	0.40~0.80%
米国のFF金利誘導目標	1.00~1.50%	1.00~1.50%	1.25~1.75%	1.25~1.75%
〃 2年物国債利回り	1.20~1.70%	1.40~1.80%	1.60~1.90%	1.70~2.00%
〃 10年物国債利回り	1.95~2.50%	2.10~2.50%	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9月29日号)

(3) 8~9月の日米株式相場 ≒ 3~4月の相場



4月14日の東京株式市場で日経平均株価は続落した。終値は前日比91円21銭(0.49%)安の1万8335円63銭と連日で年初来安値を更新した。3月8日以来の4日続落でこの間合計で下げ幅は462円に達した。米軍のアフガニスタン空爆や北朝鮮情勢の緊迫化といった地政学的リスクの高まりや米政権の経済政策を巡る不透明感が重荷となった。14時過ぎに北朝鮮の外務省次官の「米国が選ぶなら我々は戦争に向かう」との発言が外電で伝わると、朝鮮半島を巡る警戒感が一段と高まった。14日の韓国株が一段安となり、日経平均の下げ幅が100円を超える場面があった。

(4)日経平均は9/8を安値とした反発局面に

日経平均は・・・

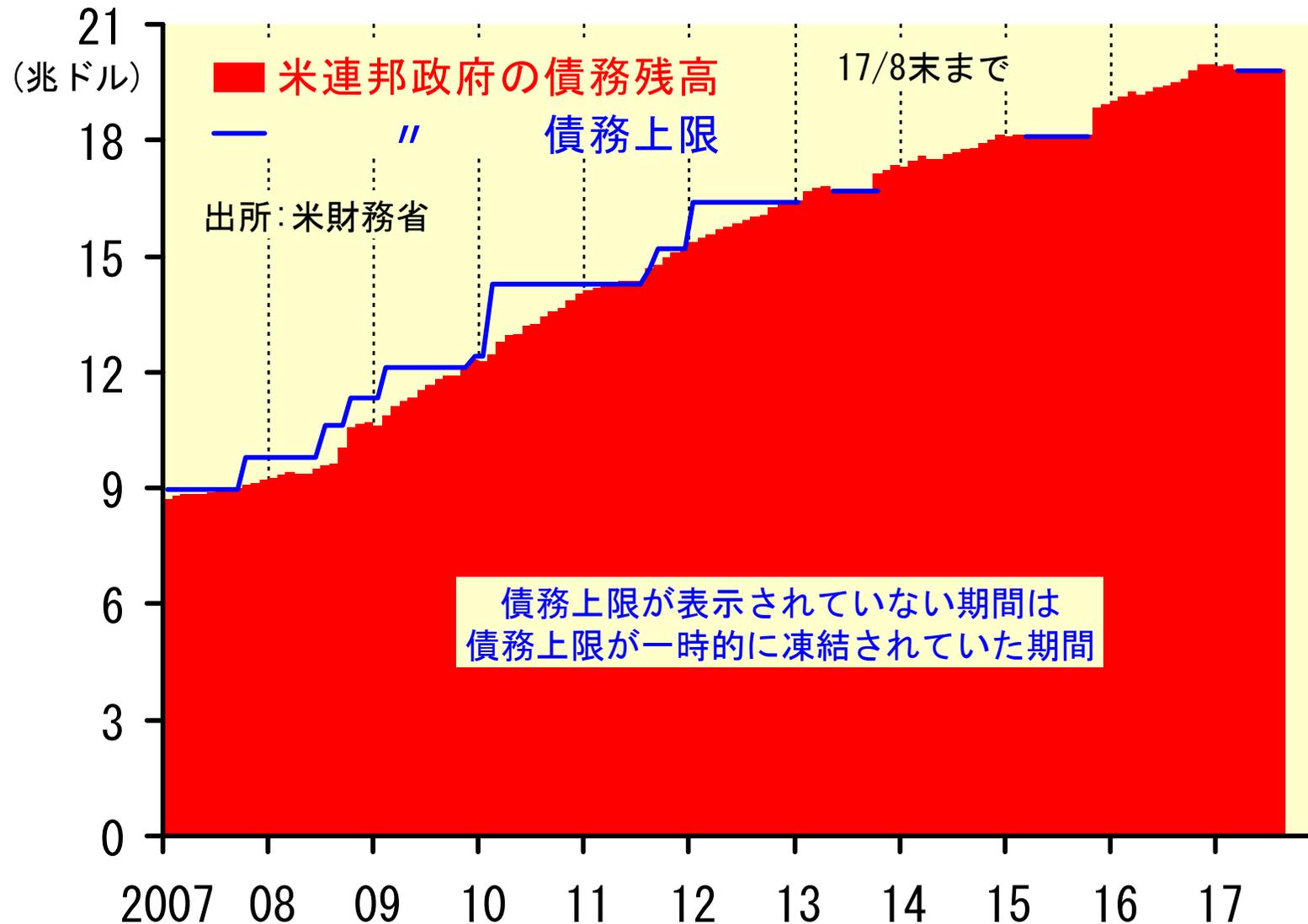
○3/13の高値から4/14の安値まで約1カ月下落。

○4/14の年初来安値18335円から
6/20の年初来高値20230円まで
約2カ月で1895円上昇。

○8/7の高値から9/8の安値まで約1カ月下落。

○9/8の安値19274円から
約2カ月で1895円上昇すれば21169円。

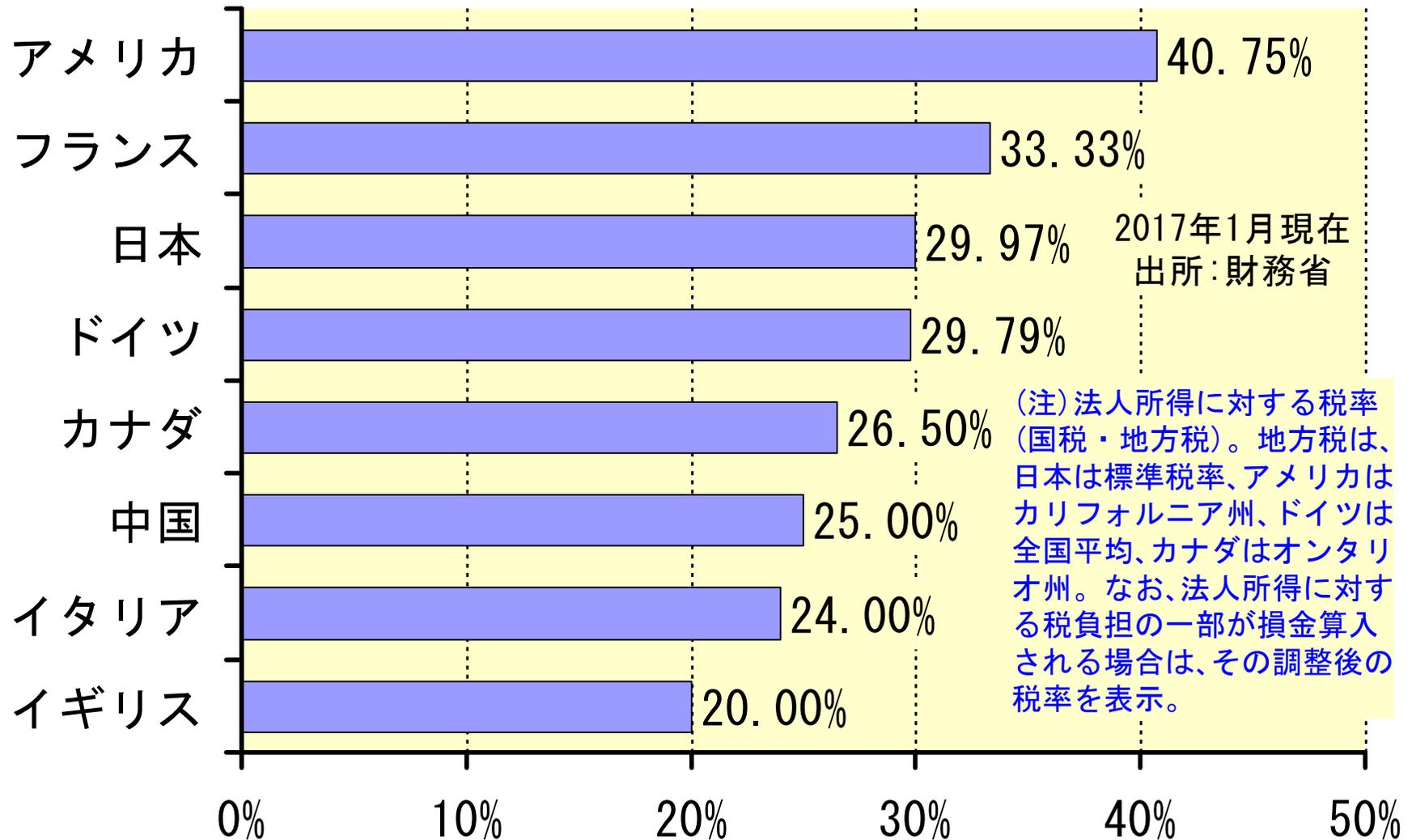
(5) 今回の米財政問題は12月半ばまで先送りされた



米下院は9月8日、12月までの連邦債務上限の引き上げと暫定予算を含めた一体法案を賛成多数で可決した。上院は7日に通過しており、トランプ大統領が8日に署名し成立した。米連邦政府は借入総額が法定上限に達しており、上限の引き上げが遅れれば資金が枯渇して、米国債がデフォルト(債務不履行)に陥るリスクがあった。可決した法案は12月8日まで債務上限を凍結し、政府の新規借り入れに道を開く。同日までの暫定予算も含み政府閉鎖などのリスクも回避する。トランプ大統領と野党・民主党は6日、債務上限を3カ月に限って上げる案で合意していた。

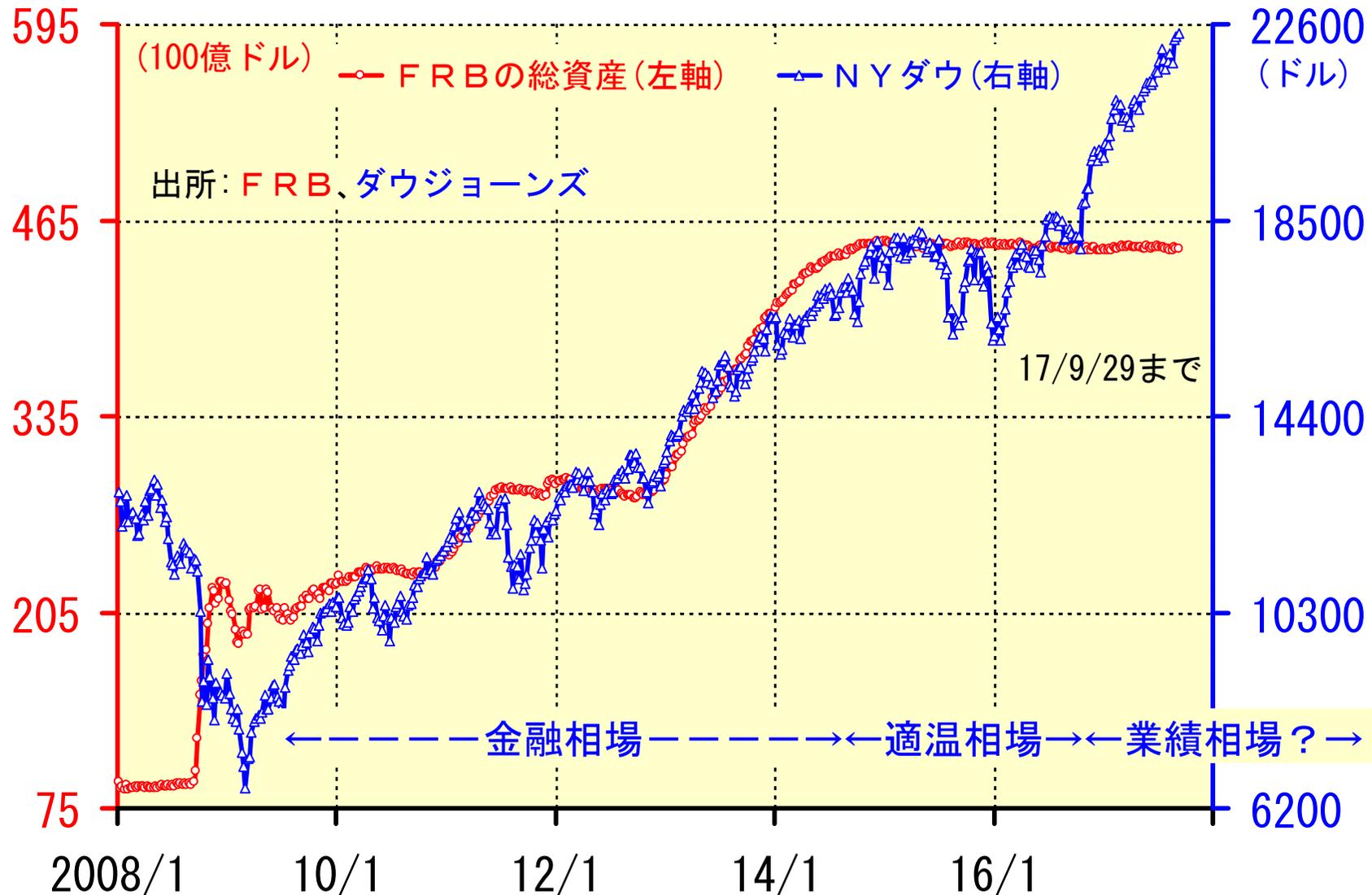
(6)米国の連邦法人税率は35%から20%へ？

法人実効税率(国税+地方税)の国際比較



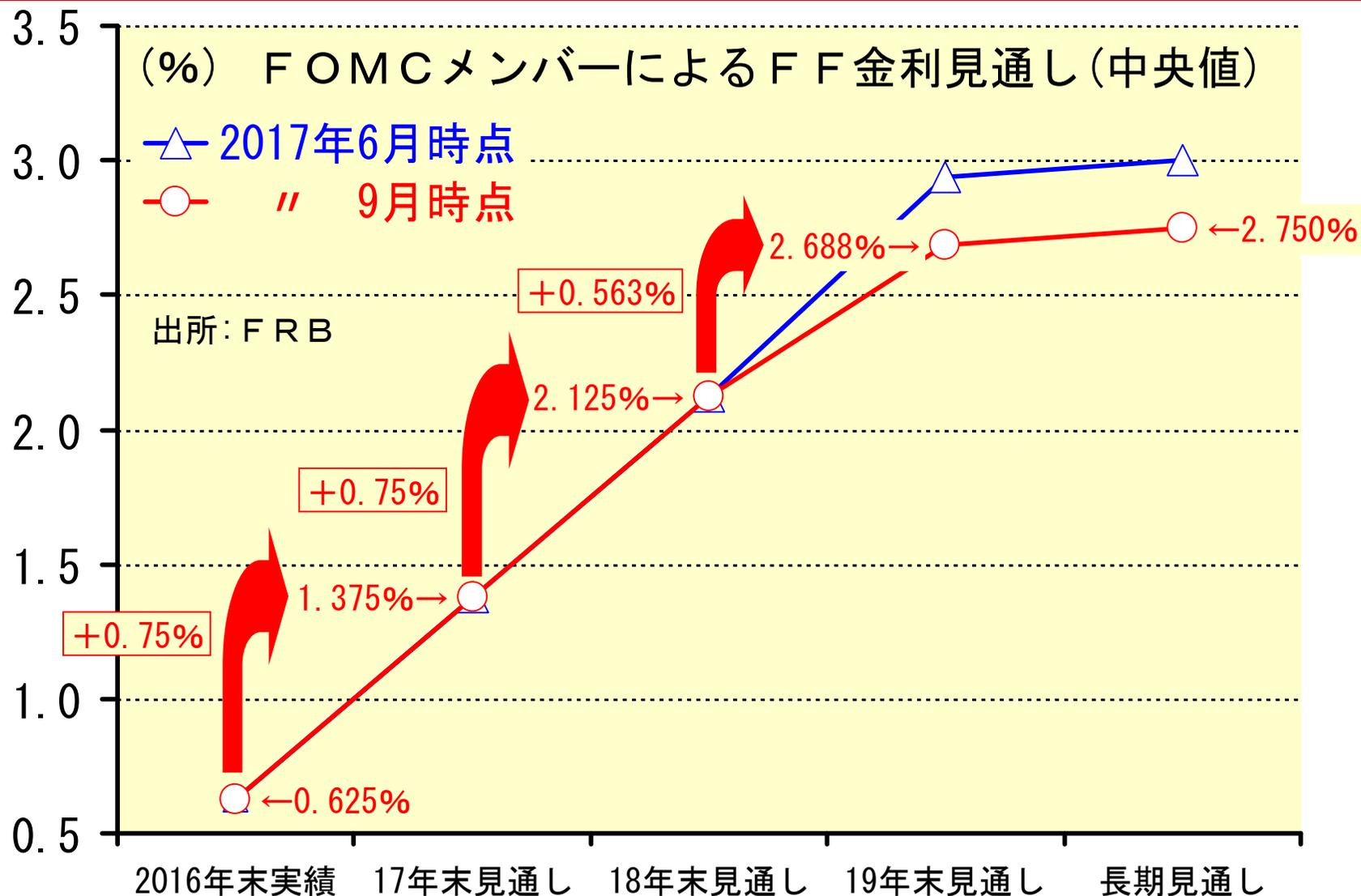
米トランプ政権と与党・共和党の議会指導部は9月27日、約30年ぶりとなる大型の税制改革案を公表した。最大の焦点だった連邦法人税率は35%から20%へ大幅に下げる。トランプ大統領は15%への引き下げを選挙公約に掲げてきたが、議会側と調整して20%で折り合った。ホワイトハウスによると主要工業国の法人税率は平均22.5%で、20%はそれを下回り、5%程度の地方税を加味しても約33%のフランスや約30%の日本及びドイツよりも低くなる。また、今回公表された税制改革案では、企業が海外で稼いだ利益を国内に戻す際の課税(現行税率は35%)も原則廃止し、自社株買いや増配及び米国内での投資や雇用を後押しする。トランプ政権と議会共和党は税制改革法案を10月に下院、11月には上院を通過させ、年内に成立させることを目指す。

(7)FRBは10月から保有資産の縮小を開始し・・・



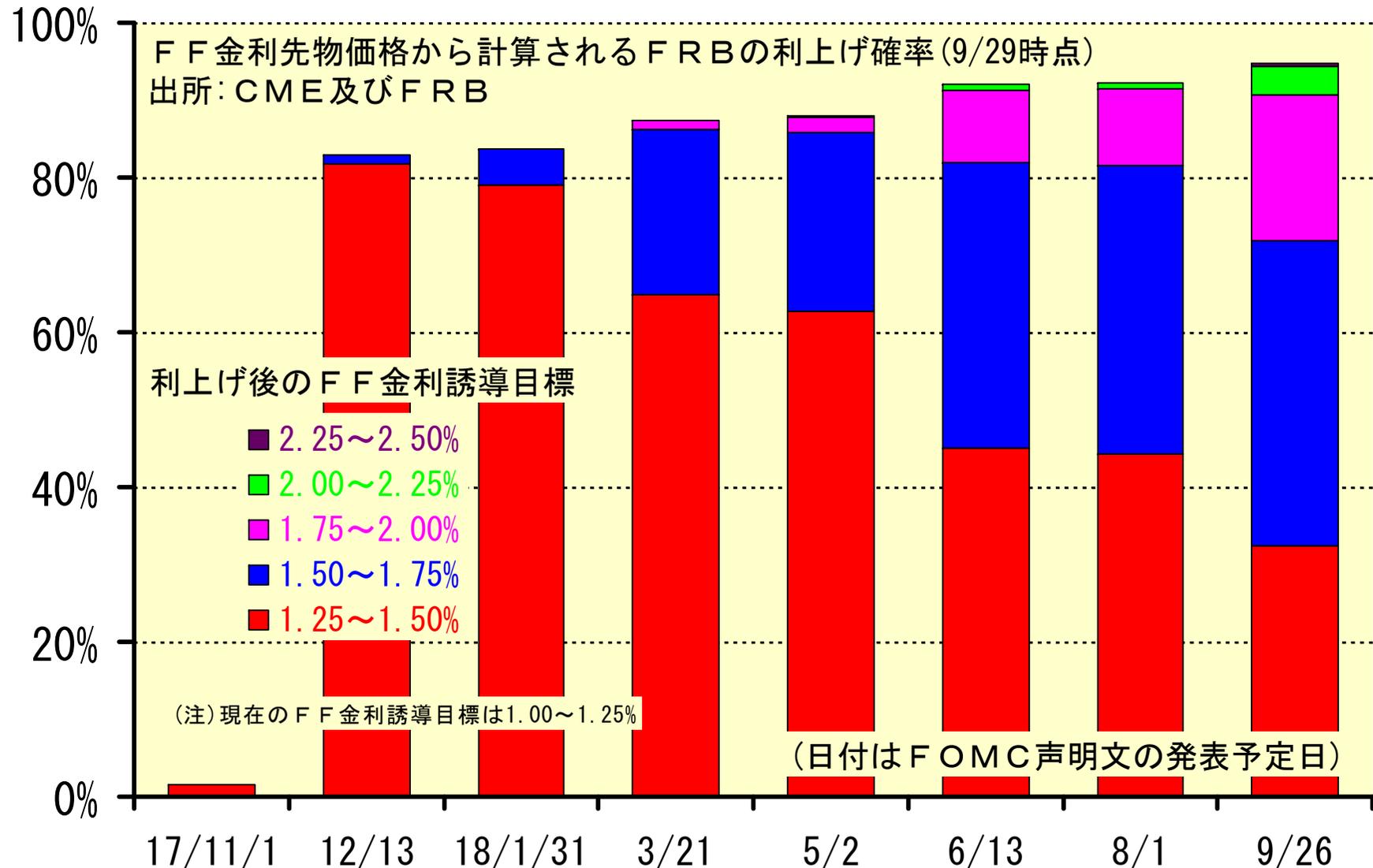
FRBは9月20日のFOMCで、2008年の金融危機後の量的緩和政策を完全に終結し、大幅に膨らんだ保有資産の縮小を始めると決めた。FRBは08年から14年10月までの量的緩和で、米国債や住宅ローン担保証券(MBS)を大量に買い入れ、保有する資産量が9千億ドルから4.5兆ドルまで膨らんだ。14年の量的緩和終了後も資産量を維持し続けてきたが、10月からは満期を迎えた債券や証券への再投資を取りやめ、保有資産の圧縮を開始する。FRBが米国債やMBSの保有量を減らせば、金利に上昇圧力がかかる。ただ、市場への影響を少なくするため、10月から3カ月の縮小幅は米国債が月60億ドル、MBSなどは40億ドルと小規模にとどめる。縮小幅は段階的に増やして1年後にはそれぞれ月300億ドル、月200億ドルとし、資産縮小の規模は最大で年6千億ドルとなる見込みだ。

(8)FRBは12月に利上げする方針を維持した



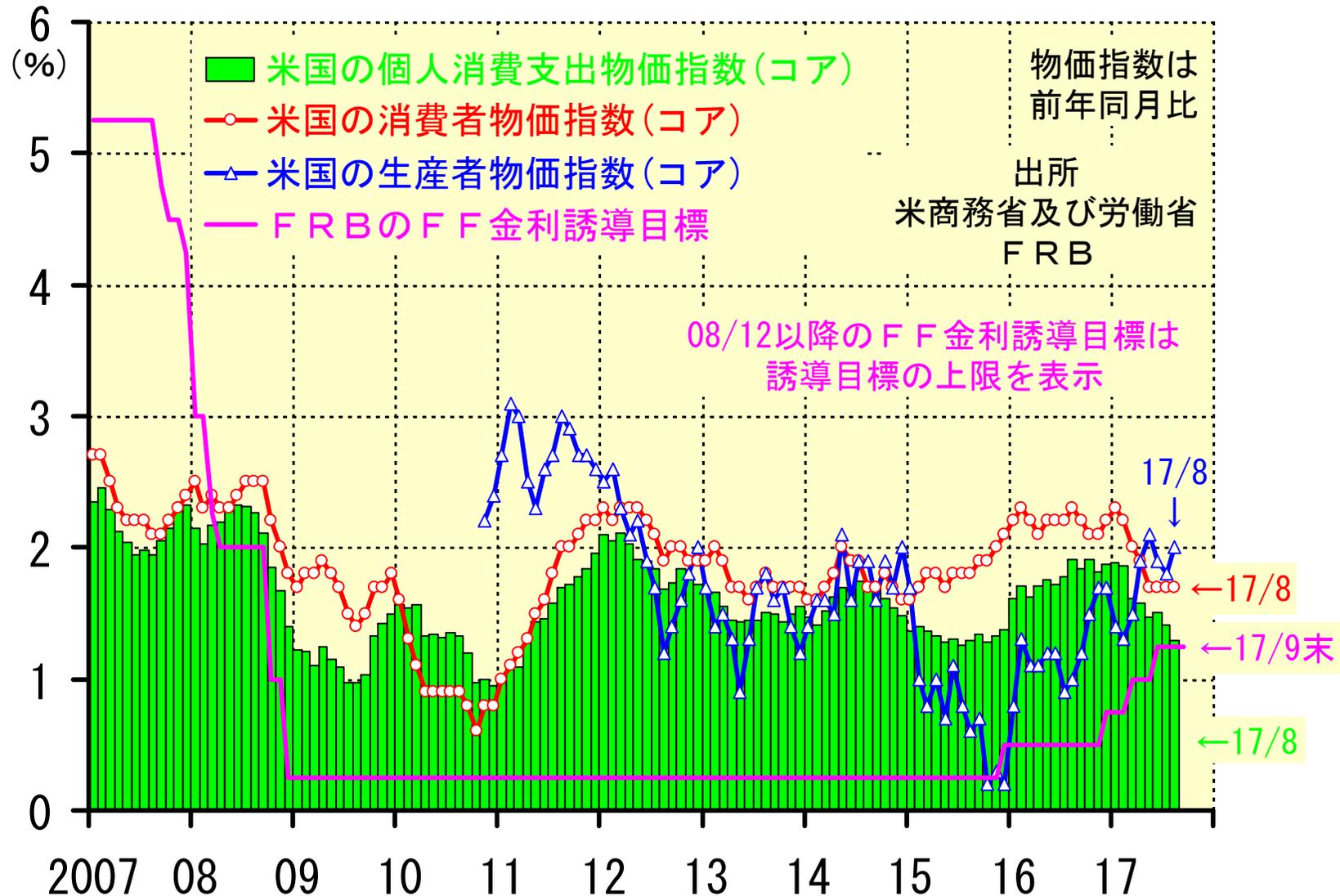
FRBが9月20日のFOMC後に公表した政策金利見通しでは、参加者16人(金融政策の投票メンバーは9人)のうち、12人が年末までに追加利上げを予測していることを明らかにした。FOMCは従来から今年は3回の利上げを想定し、3月、6月と利上げに踏み切っている。ただ、市場では物価停滞やハリケーンの影響で、年内の追加利上げ見送りを予想する声があった。来年以降の政策見通しでは、会合参加者の中心シナリオが18年は3回、19年が2回の追加利上げとなった。ただ、利上げが打ち止めとなる「政策金利の天井」を2.75%と見込み、19年から20年にかけて利上げを停止する可能性も示唆した。FRBの分析では、経済の巡航速度である潜在成長率が1.8%に低下しており、中立的な金利水準そのものが下がっているためだ。

(9)市場はFRBの12月利上げを織り込み始めた



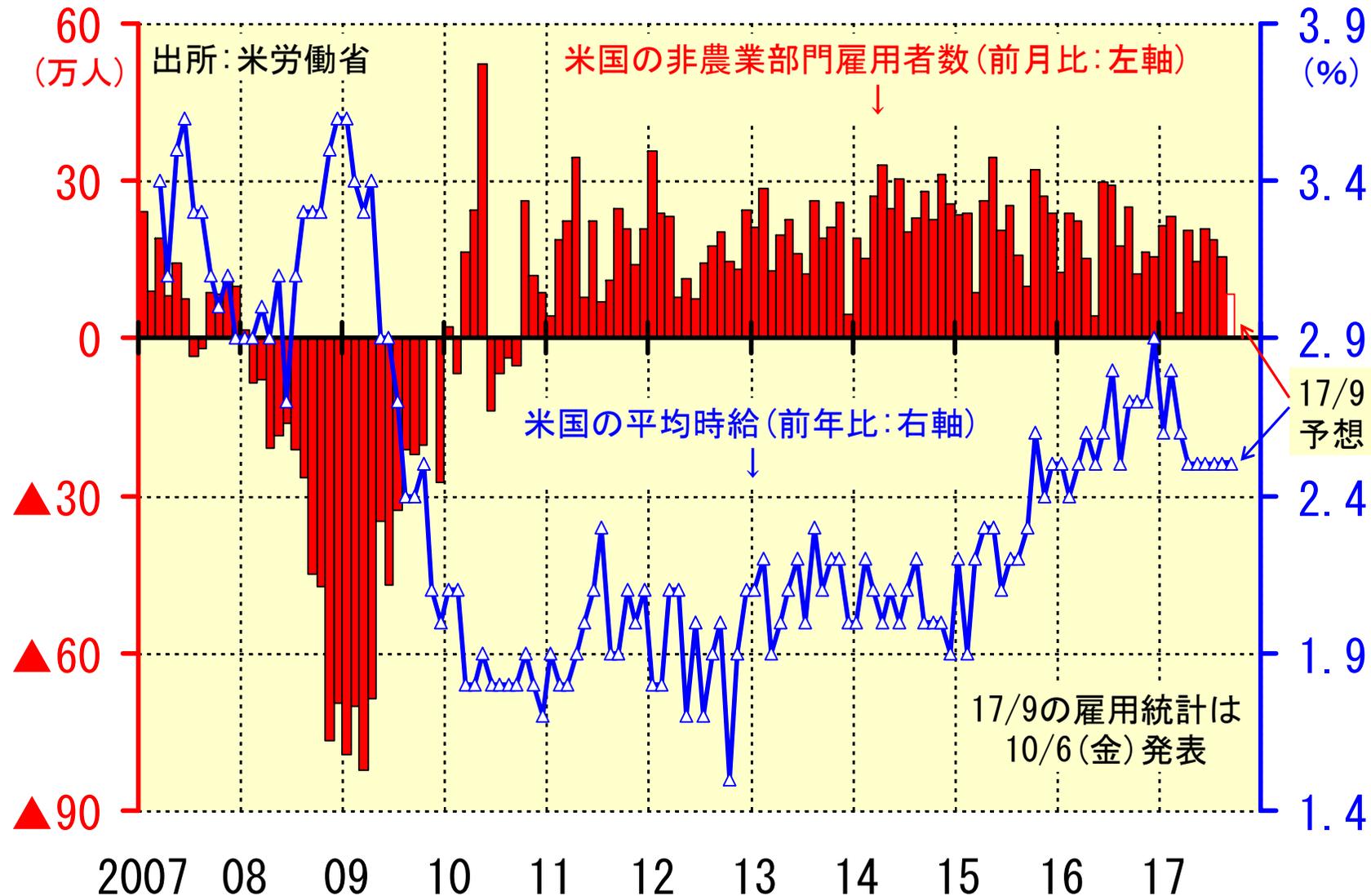
9/19~20のFOMC後にロイターがプライマリーディーラーを対象に実施した調査によると、FRBは12月に利上げを再開し、2018年には3回の利上げを実施すると予想されていることが示された。またバランスシートの規模については金融政策の正常化に向け、今後数年間に約1兆4000億ドル縮小されるとの見方が示された。プライマリーディーラーの利上げ予想は、政策当局者が金融政策の道筋として示した予想とおおむね一致した。

(10)米8月の消費者物価上昇率(コア)は強くなかった



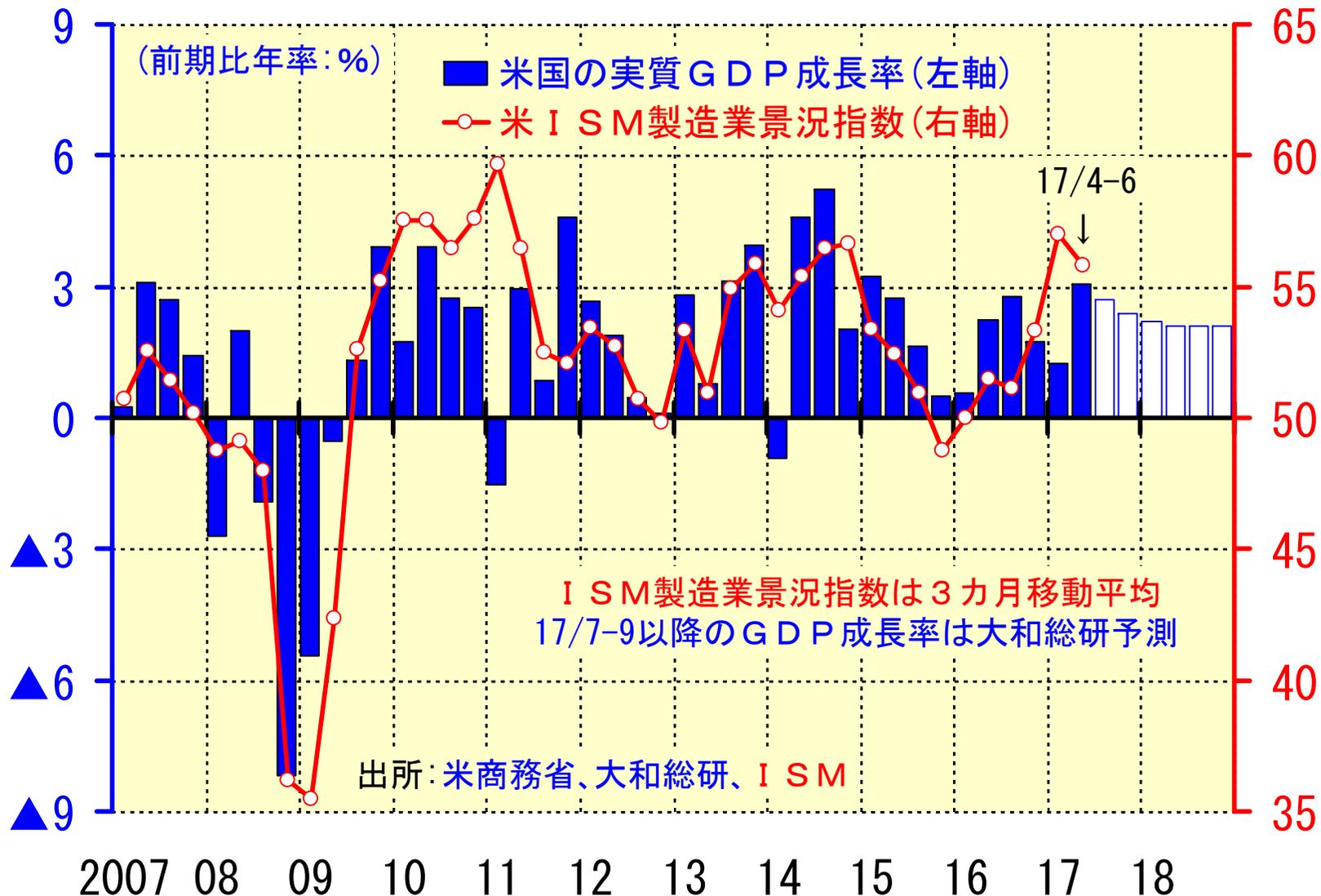
米労働省が発表した8月の消費者物価指数は、ガソリン価格などの値上がりに伴い、前月比0.4%上昇と、市場予想の0.3%を上回り、7カ月ぶりの大幅な伸びとなった。変動の大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは前月比0.2%上昇した。7月までは4カ月連続で0.1%上昇となっていた。8月の前年同月比は1.7%上昇。4カ月連続で同等の伸び率が続いている。FRB当局者らは、ガソリン価格によるCPIの上昇は一時的なものだと捉える可能性が高い。FRBが物価の目安として注目する個人消費支出物価のコア指数は、目標とする2%を2012年半ば以降、常に下回っている。8月のコアPCEは1.3%上昇と、15年11月以来の小幅な伸びだった。

(11)米8月の賃金上昇率も強くなかった



米労働省が発表した8月の米雇用統計は、非農業部門雇用者数が15万6000人増となり、伸びは前月の18万9000人を含め、過去2か月間の底堅い水準から鈍化、予想の18万人も下回った。失業率は4.4%と、0.1%ポイント上昇した。雇用増のペースは鈍化したものの、労働年齢人口の増加を吸収するのに必要な伸びである毎月7万5000-10万人程度を大きく上回っており、FRBがバランスシートの縮小計画を発表するには十分な勢いを維持しているとみられる。ただ賃金の上昇ペースは依然として鈍いことから、FRBは年内の利上げには慎重となる可能性がある。時間当たり賃金は前月比0.03ドル(0.1%)増となり、伸びは前月の0.3%増から鈍化。前年同月比では5カ月連続で2.5%増となった。

(12)米4-6月期の実質GDPは回復した



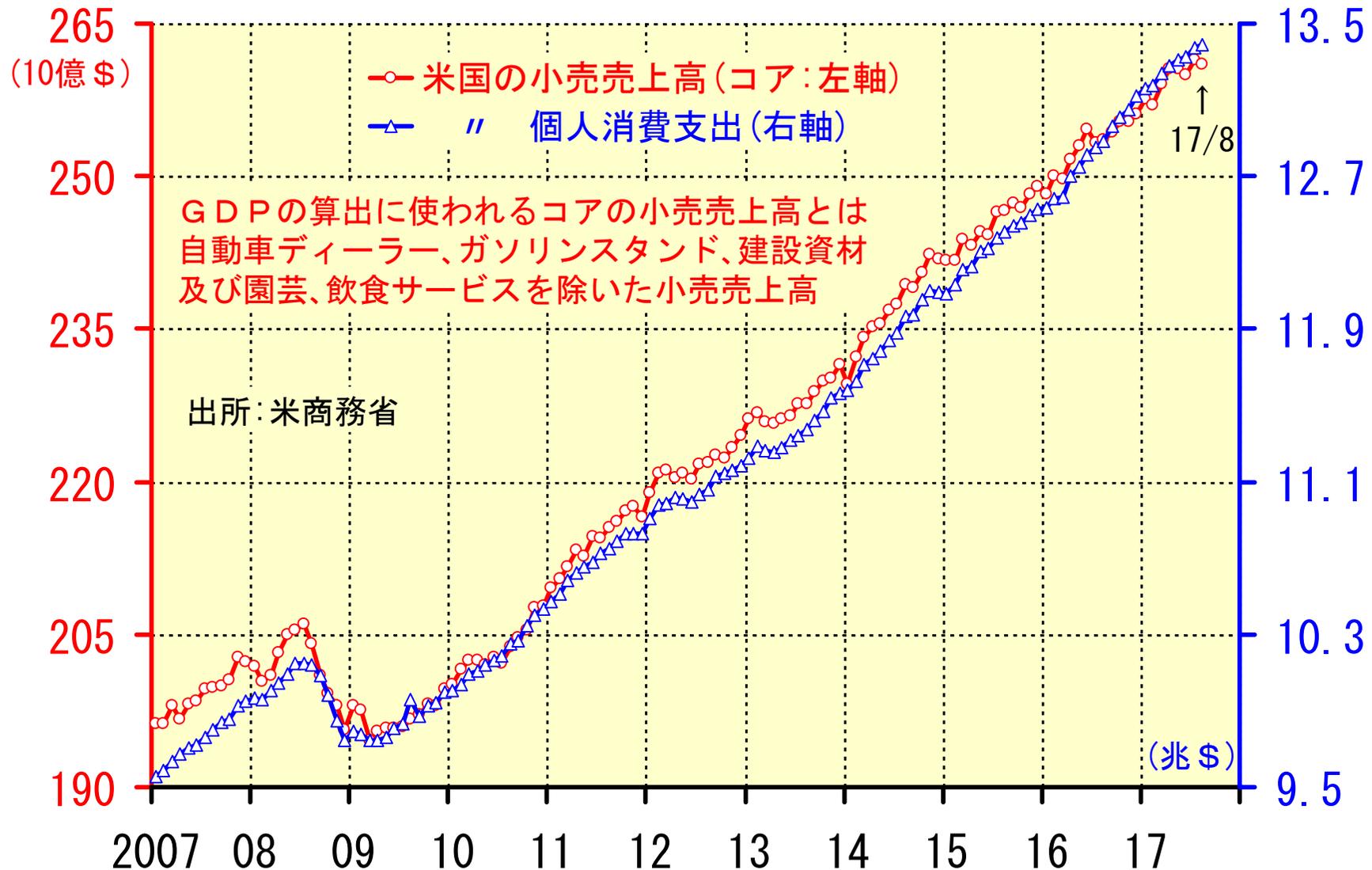
米商務省が発表した第2・四半期のGDP確報値は、年率換算で前期比3.1%増と、改定値の3.0%増から上方改定された。2015年第1・四半期以来、2年超ぶりの大幅な伸びだった。テキサス州を直撃したハービーで8月は小売売上高と鉱工業生産、住宅建設、住宅販売が落ち込んだ。イルマが9月上旬にフロリダ州を直撃したことから経済はさらに弱含むことが予想される。第3・四半期GDPの市場予想は現時点で2.2%増をやや上回る水準だ。ただその後は、復興活動が第4・四半期と18年初めのGDPを押し上げるとみられる。第2・四半期GDPの内訳は、米経済の3分の2以上を占める個人消費が3.3%増と、改定はなかった。サービスの消費が増えたが、耐久財の減少がそれを相殺した。第2・四半期の個人消費は1年ぶりの大幅増加だった。

(13)米新車販売台数は不振が続いているが・・・



米調査会社オートデータがまとめた8月の米新車販売台数は前年同月比1.9%減の148万3330台だった。1.3%の増加を見込んだ市場予想に反して減少した。季節調整し年率換算した販売台数も同1.9%減の1614万台と、市場予想(1660万台)を下回った。大型で勢力の強いハリケーン「ハービー」が8月25日に米南部テキサス州に上陸した影響で販売は一部、下振れした。ただ、9月1日の電話会見でフォードのマーク・ラネーブ副社長は「停車されていた20万～数百万台規模の車に影響が及んだ可能性があり、今後6カ月程度、買い替え需要が膨らみそうだ」と指摘した。

(14)米国の個人消費に過度な懸念は不要



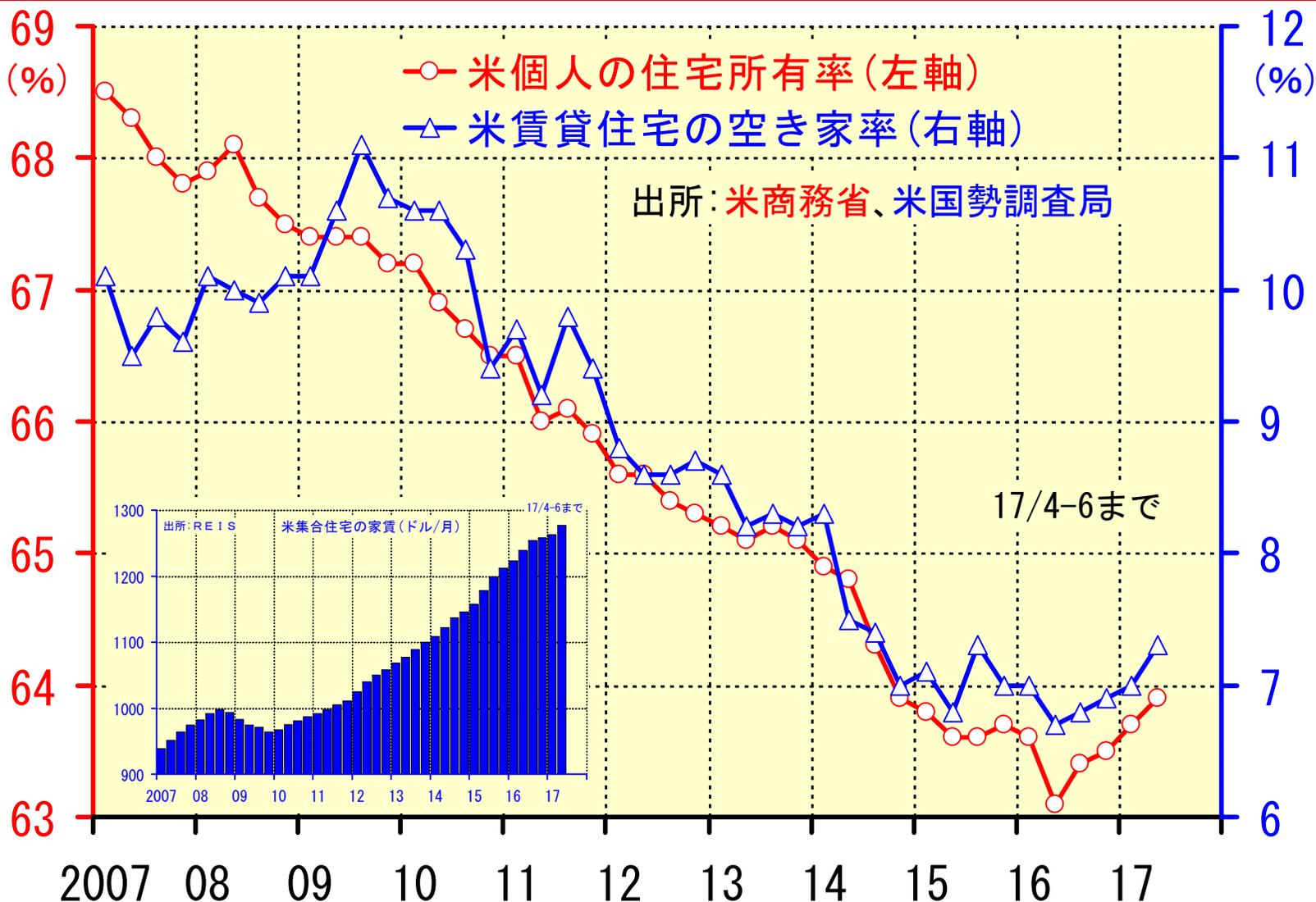
米商務省が発表した8月の個人消費支出は前月比0.1%増と、7月の0.3%増から勢いが鈍化した。ハリケーン「ハービー」の影響で自動車の購入が減った。8月の個人消費支出は、ハリケーンが第3・四半期の経済成長を抑制することを示す最新の兆しとなった。第2・四半期GDPは3.1%増と好調な伸びを示し、個人消費が大きな押し上げ要因だった。8月下旬にテキサス州を直撃したハービーは鉱工業生産と住宅建設、住宅販売に響いた。9月上旬にフロリダ州を直撃したハリケーン「イルマ」で経済はさらに弱含むとみられる。エコノミストらはハリケーンが第3・四半期GDPを最大0.6%ポイント押し下げる可能性があるかとみている。ただその後は復興活動で第4・四半期GDPは持ち直すとの見方だ。

(15)米住宅市場では価格上昇・在庫不足が重しとなっている



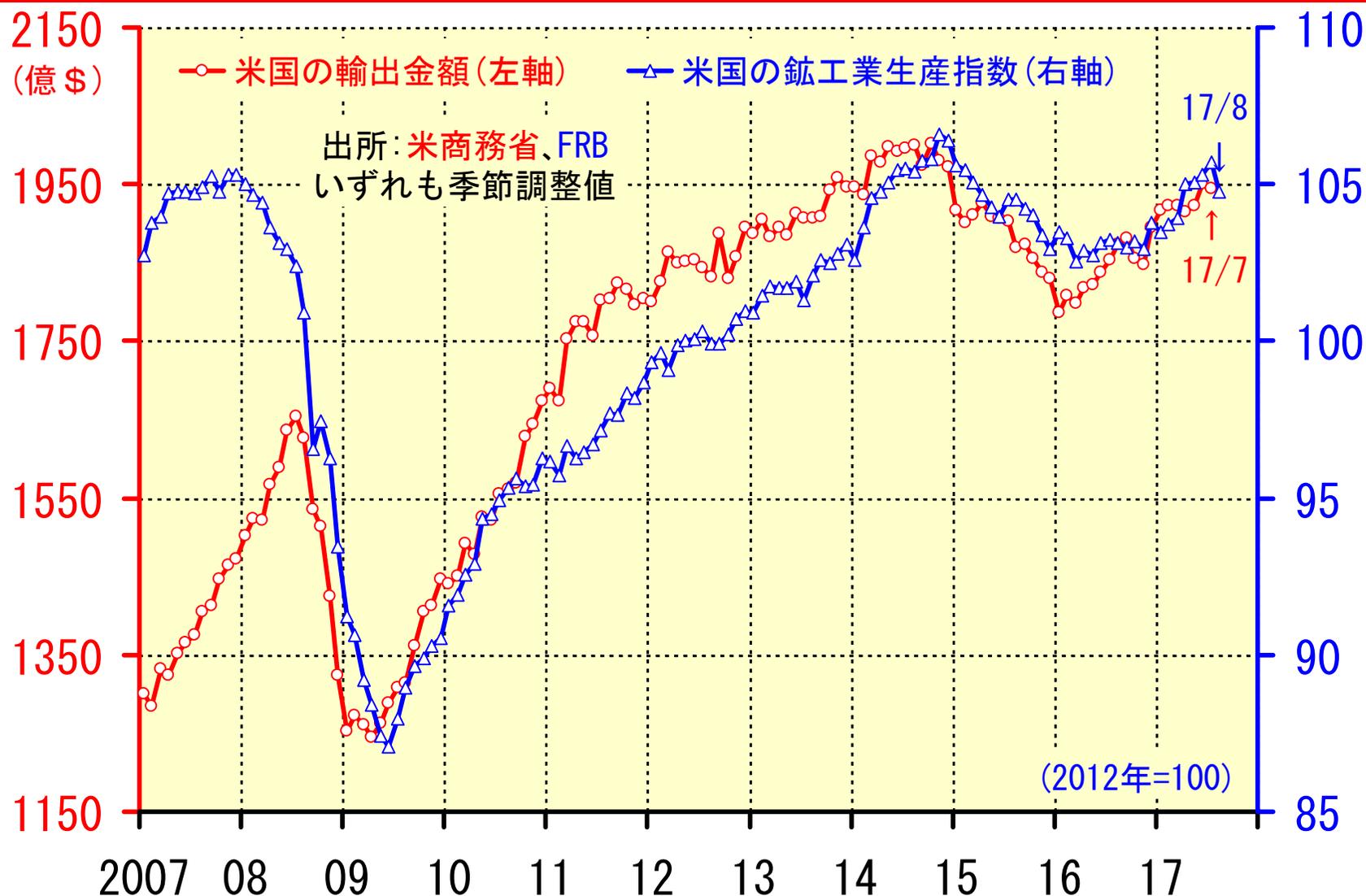
全米不動産業者協会が発表した8月の米中古住宅販売戸数は年率換算で前月比1.7%減の535万戸となった。供給不足が続くなか、大型ハリケーン「ハービー」の被害を受けたテキサス州ヒューストンが落ち込んだことで、販売戸数は前年8月以来の低水準となった。ただ需要に供給が追いついていないことで、ハリケーン襲来前も住宅市場は減速しつつあった。在庫がひっ迫するなか、住宅価格の上昇が所得の上昇を上回り、住宅販売は今年に入ってから事実上停滞している。NARによると、販売価格中央値は25万3500ドルと前年同月比5.6%上昇。上昇は66カ月連続となる。これに対し、所得の伸びは2.5%を超えていない。8月は初めての住宅購入者の割合が前月の33%から低下し、過去1年間で最低となった。

(16)米個人の住宅所有率は4四半期連続上昇したが・・



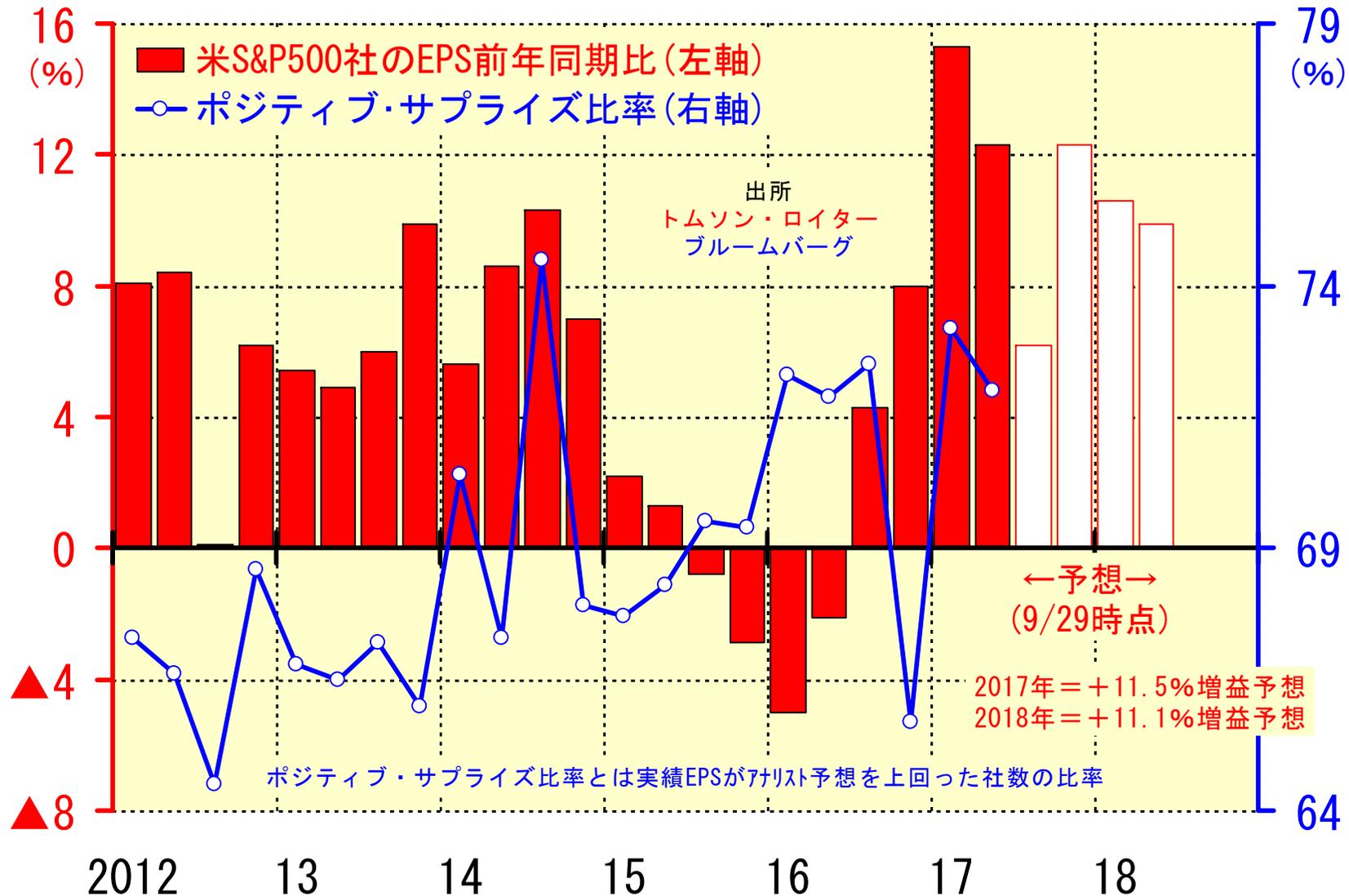
住宅については、2000年代半ばの住宅バブル崩壊後、中低所得層を中心に持家を手放し賃貸に住み替える動きとなり、**持家比率が大きく低下した**。しかし、現状の米国住宅市場は回復傾向を辿り、**賃貸住宅の家賃も上昇傾向にある**。そのため、賃貸から持家に戻る動きが強まることが期待される。奇しくもトランプ氏が大統領選挙で勝利して以降、長期金利が上昇し、住宅ローン金利も上昇が予想される。本格的な金利上昇前の駆け込み需要が喚起される可能性があるであろう。(大和証券投資情報部)

(17)米国の輸出や鉱工業生産にはドル安の恩恵も？



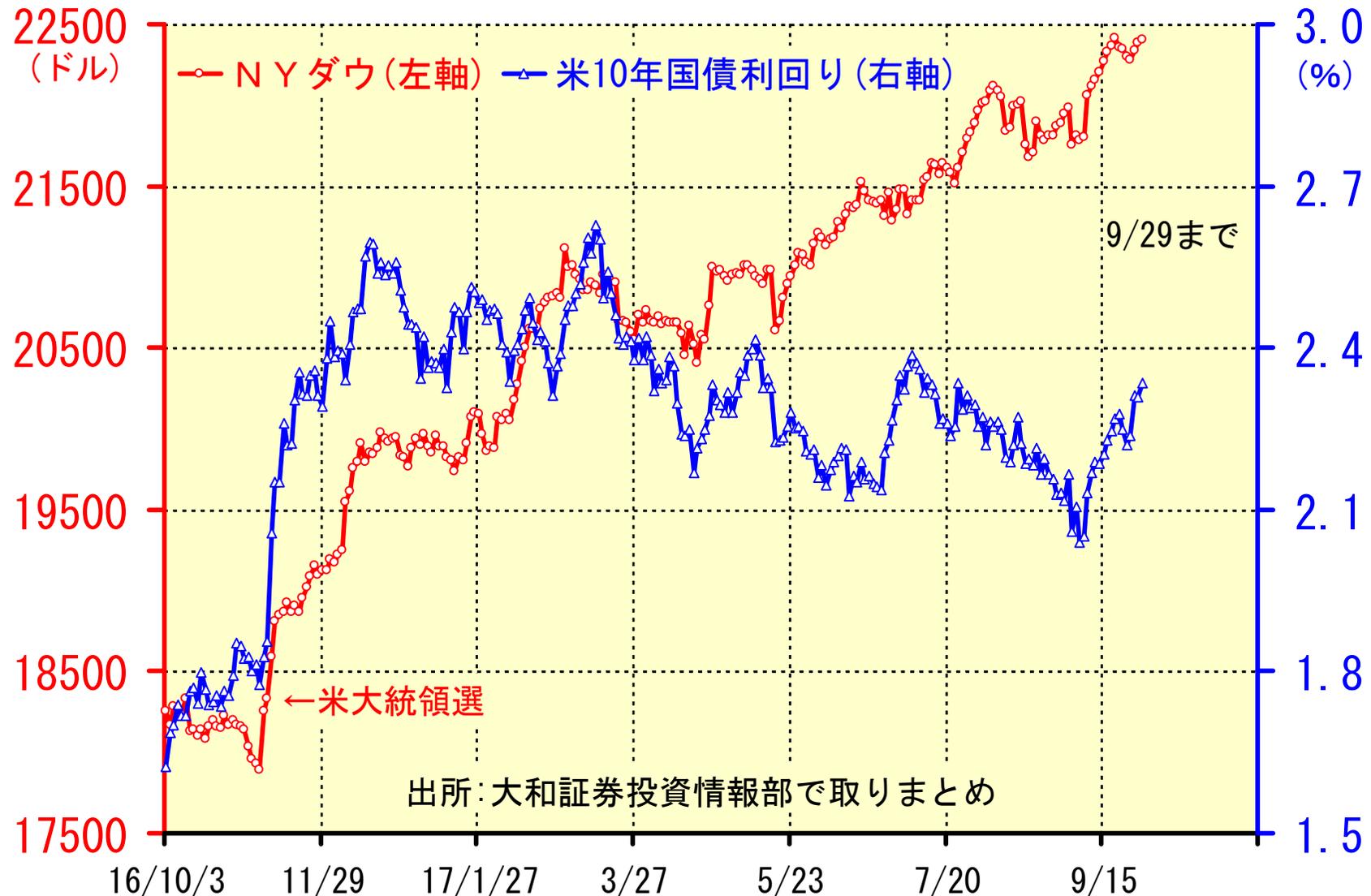
米フロリダ州に上陸したハリケーン「イルマ」の被害は想定より小さかったとはいえ、8月にテキサス州に上陸した「ハービー」は深い爪痕を残した。その影響が米経済指標にも明確に表れ始めた。8月の消費者物価指数は前月比0.4%上昇し、今年1月以来の大きな伸びとなった。ガソリン価格が6.3%上がり、全体の伸びの半分を占めた。ハービーの被害で米南部の製油所が相次ぎ停止したためだ。8月の小売売上高は0.2%増を見込んでいた市場予想に反し、前月比0.2%減った。8月の鉱工業生産は市場予想の0.1%増に対し0.9%減にとどまった。ハービーの上陸は8月末だったから、9月はさらに大きな影響が出そうだ。

(18)米国の企業業績は増益が続く可能性



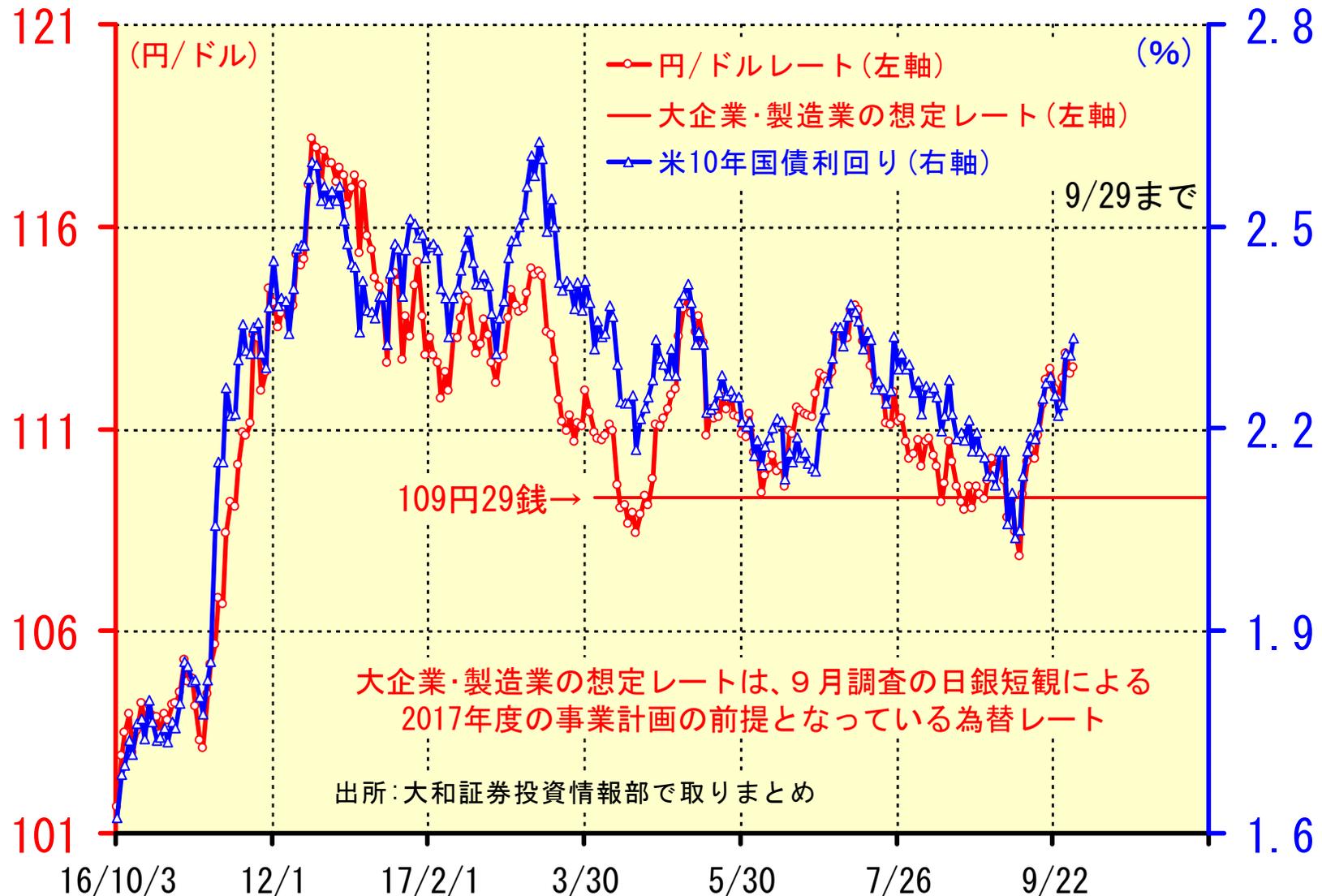
米主要企業の利益は改善傾向が鮮明だ。米調査会社トムソン・ロイターによると、米主要500社の4～6月期は前年同期比12.5%の増益となった。企業の72.0%が市場予想を上回る利益を稼ぎ、7月1日時点の予想増益率(8.0%増)を上回った。

(19)米国では適温経済 & 好業績を背景に株高継続と想定



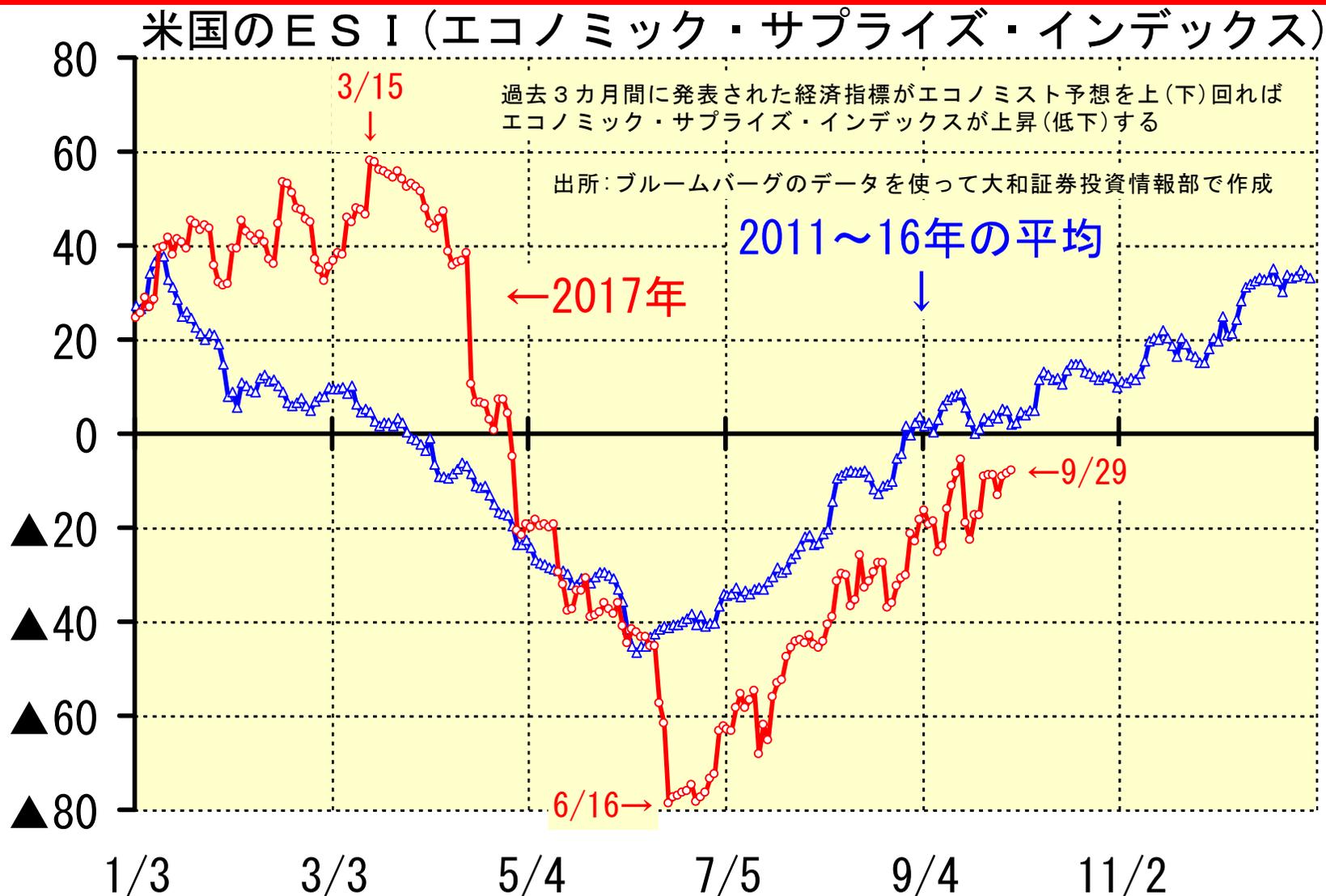
バンクオブアメリカ・メリルリンチが発表した9月の世界の機関投資家調査(9/1~7日実施)で、米国株の保有残高が当初設けた配分を上回る「オーバーウエート」と答えた比率から、当初の配分を下回る「アンダーウエート」と答えた比率を差し引いた値はマイナス28%と前の月からマイナス幅が広がり、2007年11月以来9年10カ月ぶりの低水準となった。米国株の保有比率低下は「ドル安が大きな要素」という。向こう1年間の世界経済について、成長が加速するとみる投資家の比率は16年10月以来の低水準に落ち込んだ。一方、過熱も冷え込みもない「ゴルディロックス(適温)」が続くとの見方は43%と過去最高まで増えた。可能性は低いが起きると経済への影響が大きい「テールリスク」は「欧米中央銀行の政策判断の誤り」が21%と、34%の「北朝鮮」に続いて2番目に高かった。

(20)米金利と円/ドル相場の連動性は高いので・・



「トランプ米大統領がケビン・ウォーシュ氏と会い、FRB議長職について協議した」。10月29日の午前10時前(米東部時間)に米メディアがこう伝えると、米10年物国債利回りは2.30%から2.33%台に跳ね上がった。ウォーシュ氏はFRB元理事。来年2月に任期が切れるイエレン議長の後任候補に挙がっており、金融引き締めに向きな「タカ派」とされる。報道を受け、指名競争で抜け出したと受け止められた。市場では金利上昇観測が強まっており、ウォーシュ氏の動向に相場が鋭く反応したのもそのせいだ。9月20日の米FOMCでは緩やかな利上げ継続の方針が示された。27日にはトランプ政権と与党が税制改革案を発表。減税による景気刺激と国債増発の両方が見込まれ、債券売りを促した。10年債利回りは9月8日未明の2.01%を底に、29日終値は2.33%と2カ月ぶりの水準に上昇した。 20

(21)米エコノミック・サプライズ・インデックスの上昇が続けば・・



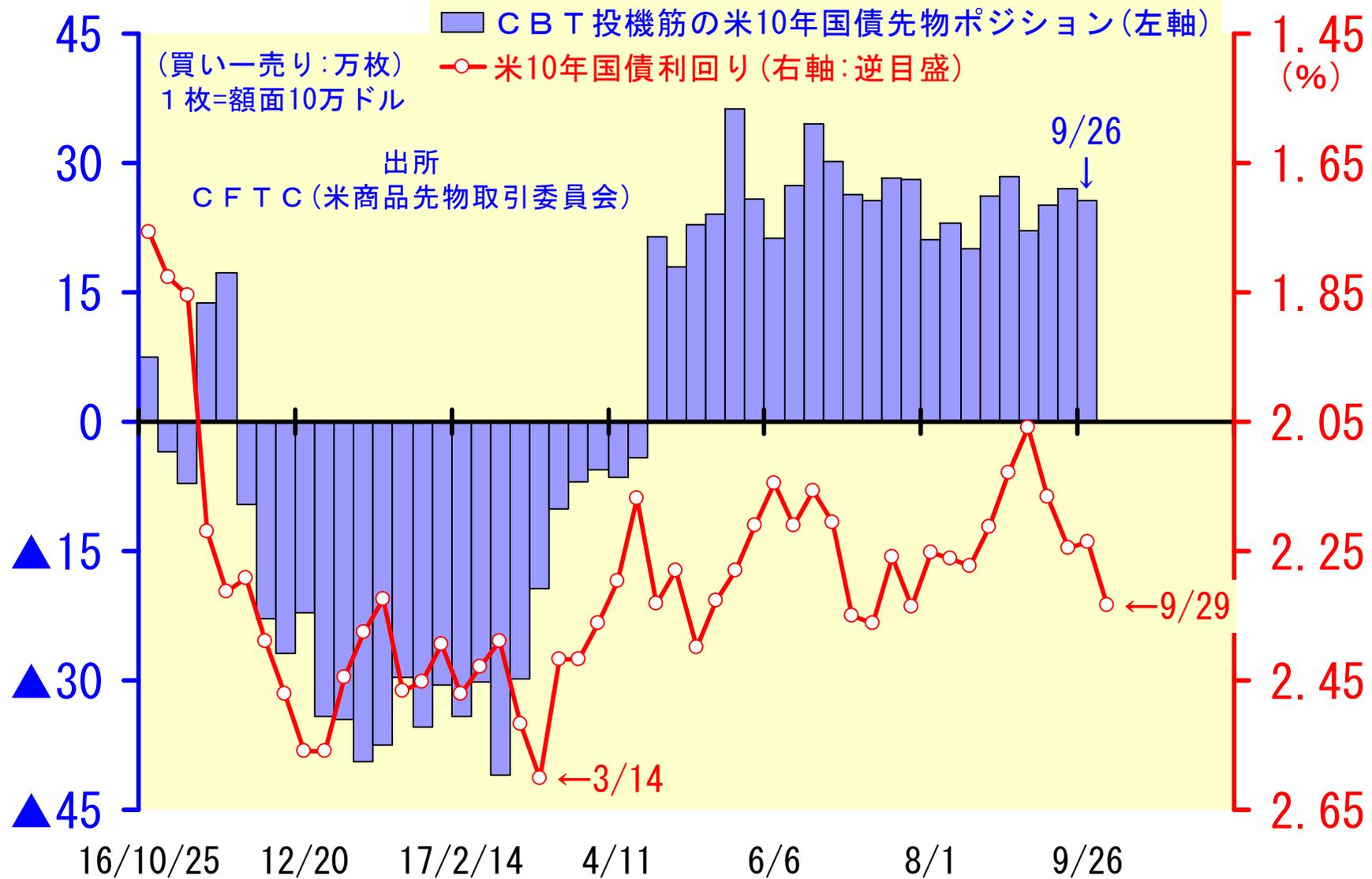
米経済指標がエコノミスト予想を上回ったか下回ったかを数値化したエコノミック・サプライズ・インデックスは3/15にピークアウトした。ただし、2011~16年のエコノミック・サプライズ・インデックスは4~6月をボトムに上昇しており、単純に平均すると6月上旬が年間でも最も低い水準をつける時期となった。また、エコノミック・サプライズ・インデックスは過去3カ月間に発表された経済指標を対象に計算されることから、3カ月のリズムでピークやボトムを形成しやすいとも考えられる。だとすれば、今年は3/15をピークに下落に転じたことから、6/16をボトムに上昇に転じた可能性が高い。(大和証券投資情報部)

(22)米10年国債利回りは反転上昇し・・・



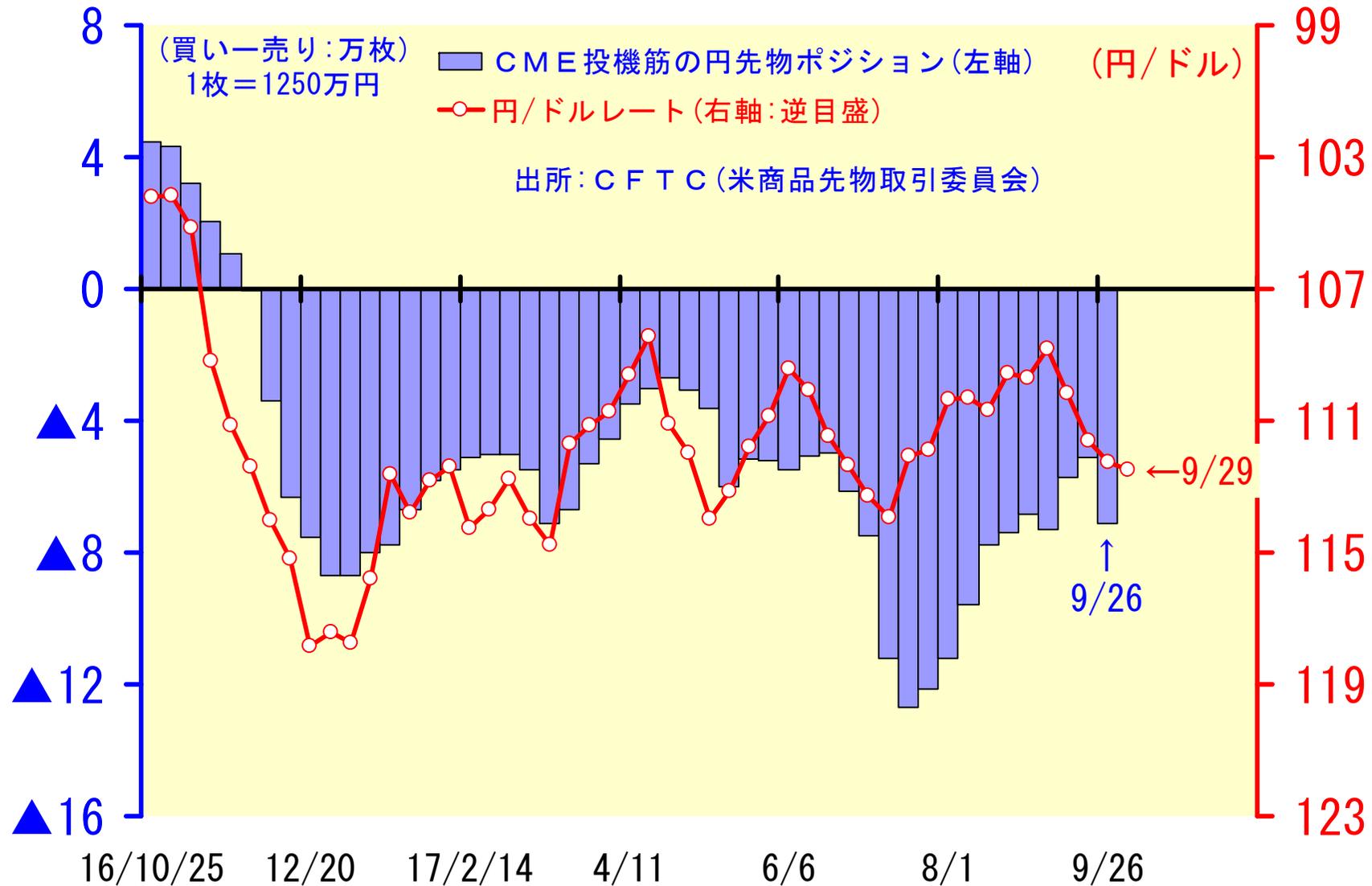
米国のエコノミック・サプライズ・インデックスが6月半ば以降反転上昇したにも関わらず、米10年国債利回りが7月以降反落した背景は、FRBによる12月の利上げの可能性が高まらなかったことに加えて、8月以降は北朝鮮問題及び米財政問題に加えてハリケーンに対する懸念が高まった(=安全資産として米国債が買われた)ことだと考えられる。これらを消化したことから、米10年国債利回りは9/8につけた2.01%をボトムに、ドル相場は9/8につけた107円32銭をボトムに上昇局面へ移行した可能性が高い。これらは、日経平均が9/8を安値とした反発局面に移行したことで整合性が取れる。(大和証券投資情報部)

(23) 投機筋の米国債先物買い残は縮小し・・・



米商品先物取引委員会(CFTC)が発表した9月26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の買越幅は3週ぶりに縮小した。買越幅は前週比1万3494枚少ない25万6626枚だった。

(24) 投機筋の円先物売り残は増加する可能性



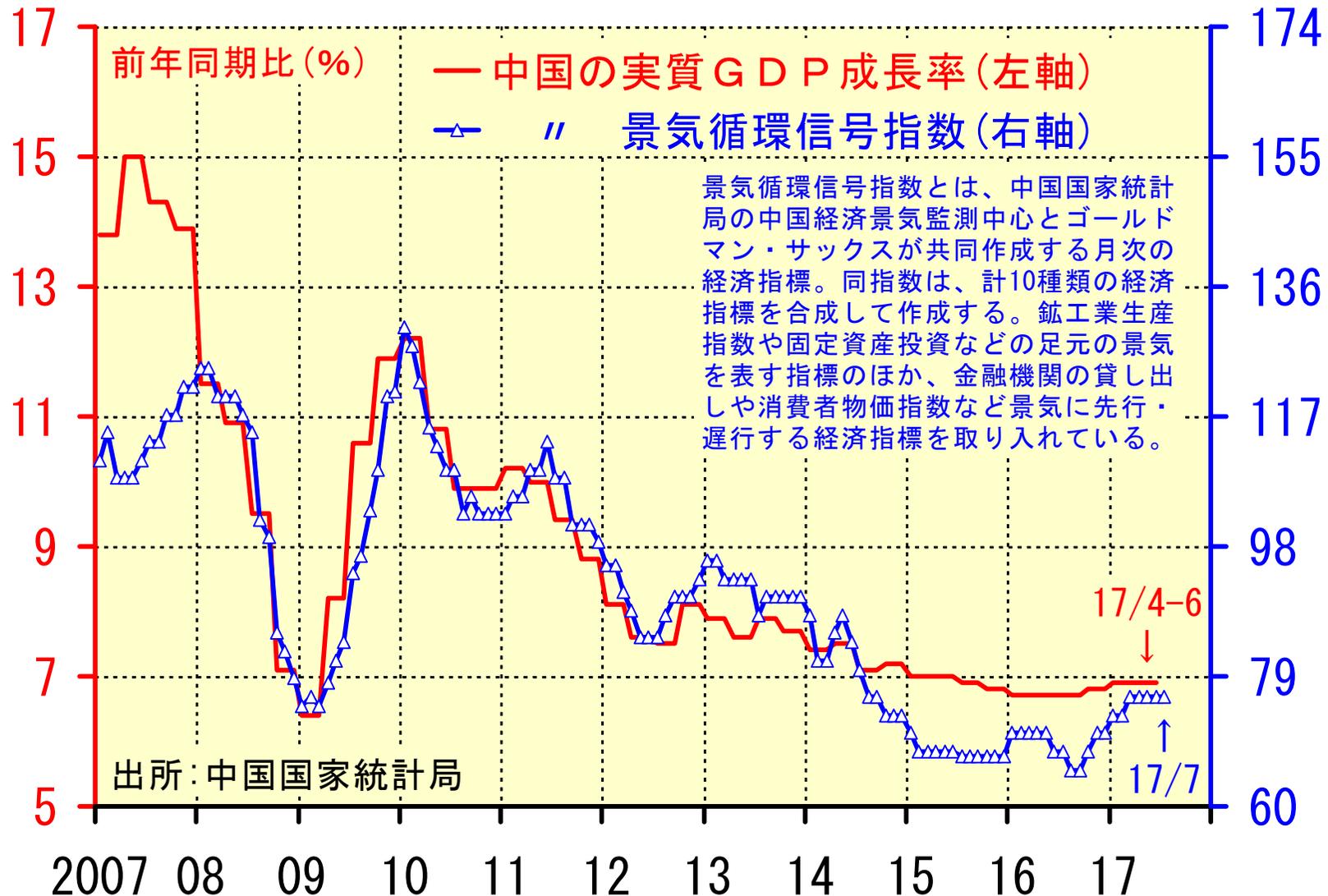
米商品先物取引委員会(CFTC)が発表した9月26日時点の建玉報告によると、シカゴ・マーカンタイル取引所(CME)の通貨先物市場で投機筋(非商業部門)による円の売越幅は3週ぶりに拡大した。売越幅は2週連続で約3カ月ぶりの低水準だった前週から2万25枚多い7万1347枚だった。

(25)中国では人民元高・株高が進んだが・・・



米格付け大手のS&Pグローバル・レーティングは9月21日、中国の長期債務格付けを従来の「ダブルAマイナス」から「シングルAプラス」に引き下げたと発表した。長引く債務の増加が経済と金融のリスクを高めると判断した。一方、今後3～4年は堅調な経済が見込めるとして、格付け見通しは「安定的」とした。米ムーディーズ・インベスターズ・サービスも5月に格付けを同水準に引き下げている。S&Pは中国が財政構造の改革に注力しているものの、数年は簿外借入れはなくならず、一般政府債務の増加が続くと予想する。他方、1人あたりGDPは2019年には1万ドルを上回るとみており、好調な経済が中国の信用力を下支えするとしている。

(26)中国景気が再び減速する可能性に要注意



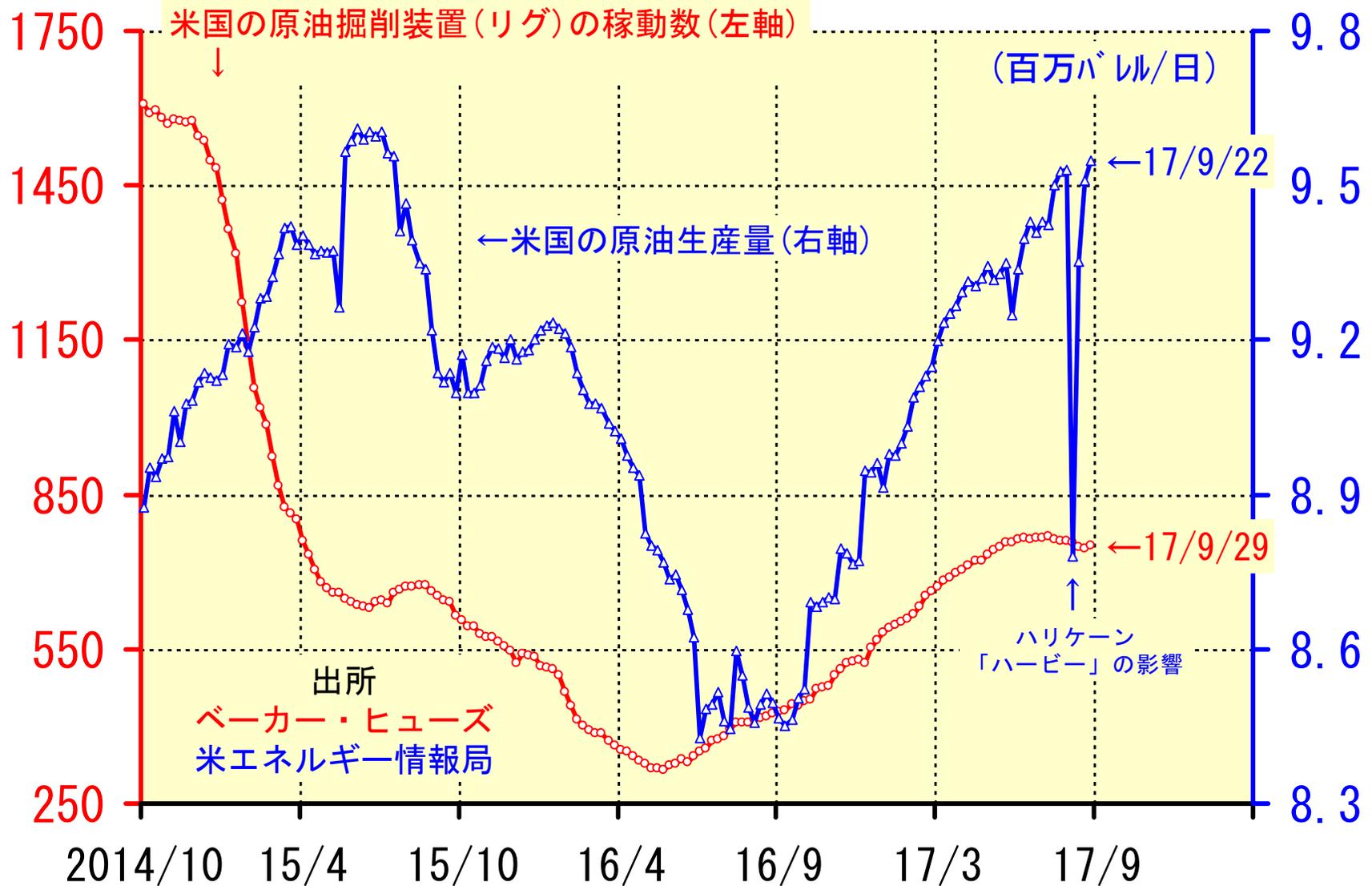
堅調だった中国経済が緩やかに減速し始めた。中国国家统计局が発表した8月の主な経済統計は、生産や投資の伸び率がいずれも縮小した。年初からの金利上昇や不動産市場の引き締めが効き始めたとみられる。さらに環境規制の強化で中小の工場を相次いで閉鎖していることも響いた。ただ、旺盛なインフラ投資などに支えられ、失速する可能性は小さそうだ。いまの減速は習近平指導部の想定範囲内とみられる。1～6月のGDPは前年同期比6.9%増え、海外発の経済危機がなければ17年の成長目標「6.5%前後」を通年でも上回るのは確実だ。李克強首相も9月12日の記者会見で「改革開放、経済の構造転換と体質改善を力強く推し進める」と述べた。

(27)OPECは協調減産を再延長する可能性も？



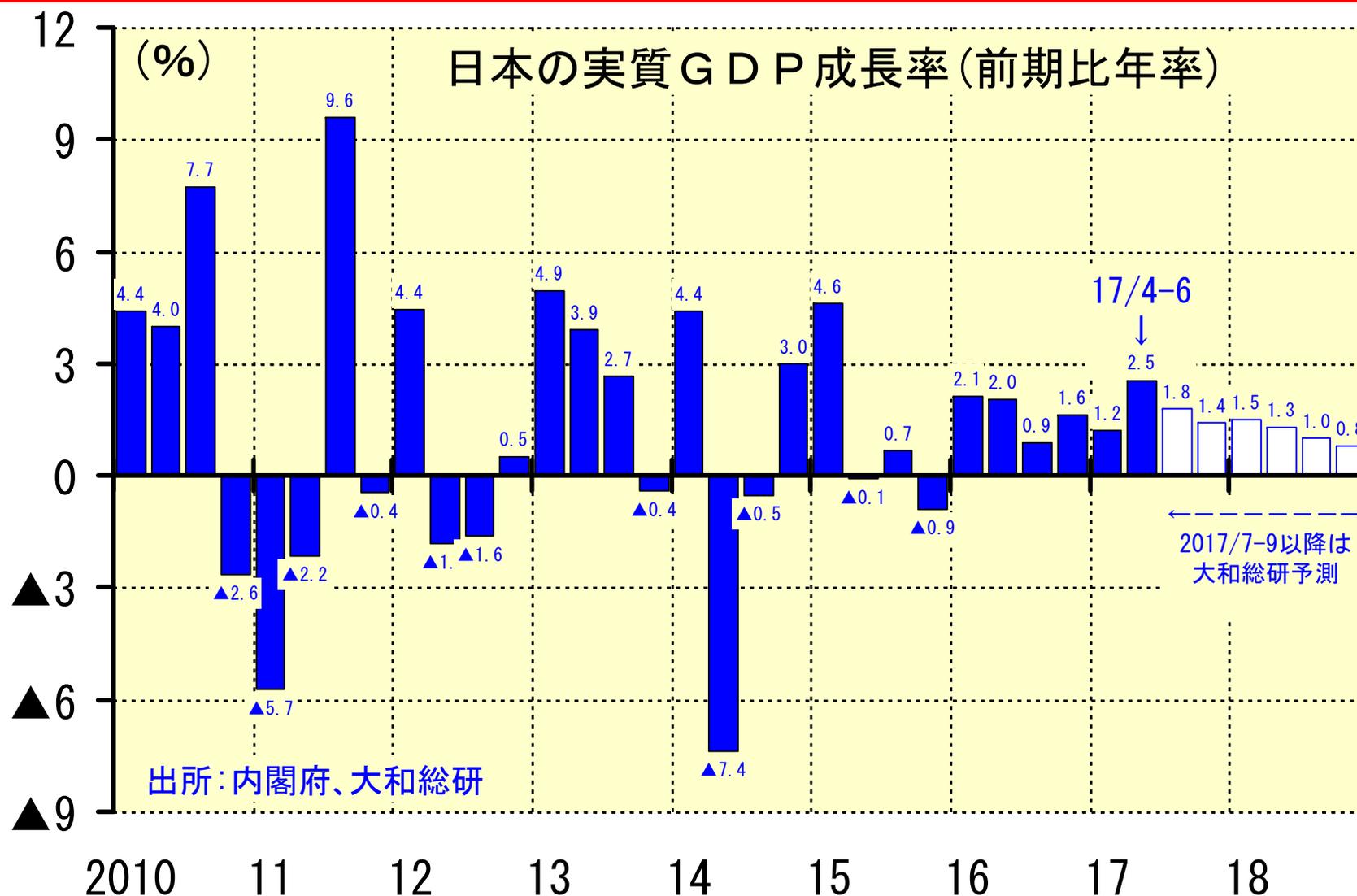
OPECと非加盟の主要な産油国はこのほど、ウィーンで代表国の閣僚による会合を開き、来年3月に期限を迎える協調減産の再延長を検討した。来年の需要頭打ちを見据え、追加策の用意を示して原油の高値維持を目指すのが狙いだ。共同議長国ロシアのノワク・エネルギー相は会合後、「我々は減産の延長について議論した」と述べた。ただ「結論を出すのは時期尚早」として、具体策の提案は見送った。産油国は最低3カ月間を軸に、さまざまな選択肢のなかから延長期間などを検討しているようだ。早ければ11月にウィーンの本部で開くOPEC総会で延長の是非を判断する見通しだ。(2017/09/27 日経産業新聞より)

(28)米原油掘削装置(リグ)の稼働数は頭打ち



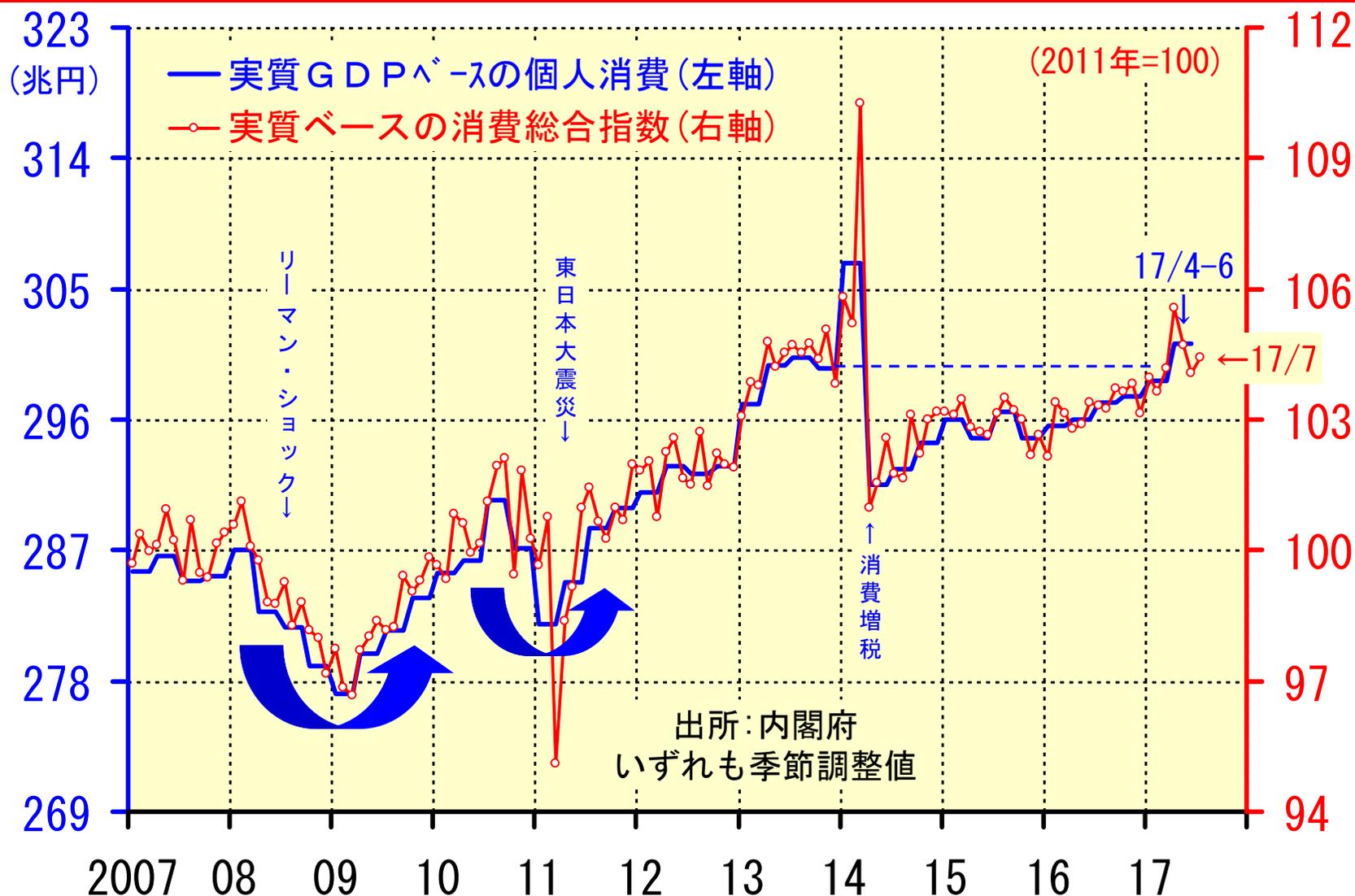
米石油サービス大手ベーカー・ヒューズが9月29日に発表した米石油掘削装置(リグ)の稼働数によると、750基と前週末比で6基増えた。増加は7週ぶり。WTI原油先物価格が9月25日に5カ月ぶり高値をつけるなど、原油価格の回復基調がシェール掘削の支援材料になったようだ。新興シェール産区が多い「その他地域」が前週末比9基増となった。テキサス州とニューメキシコ州に広がるパーミアンは1基減となった。WTIは9月20日に50ドル台を回復して以降、安定的に50ドル台で推移。シェール企業が2018年の原油販売をにらんで価格下落リスクを回避するための先物売りも膨らんだ。1バレル50ドル以上であれば採算が取れる油井も増えることから、一部のシェール企業が掘削強化に乗り出しているようだ。

(29)日本の4-6月期のGDPは6四半期連続増加した



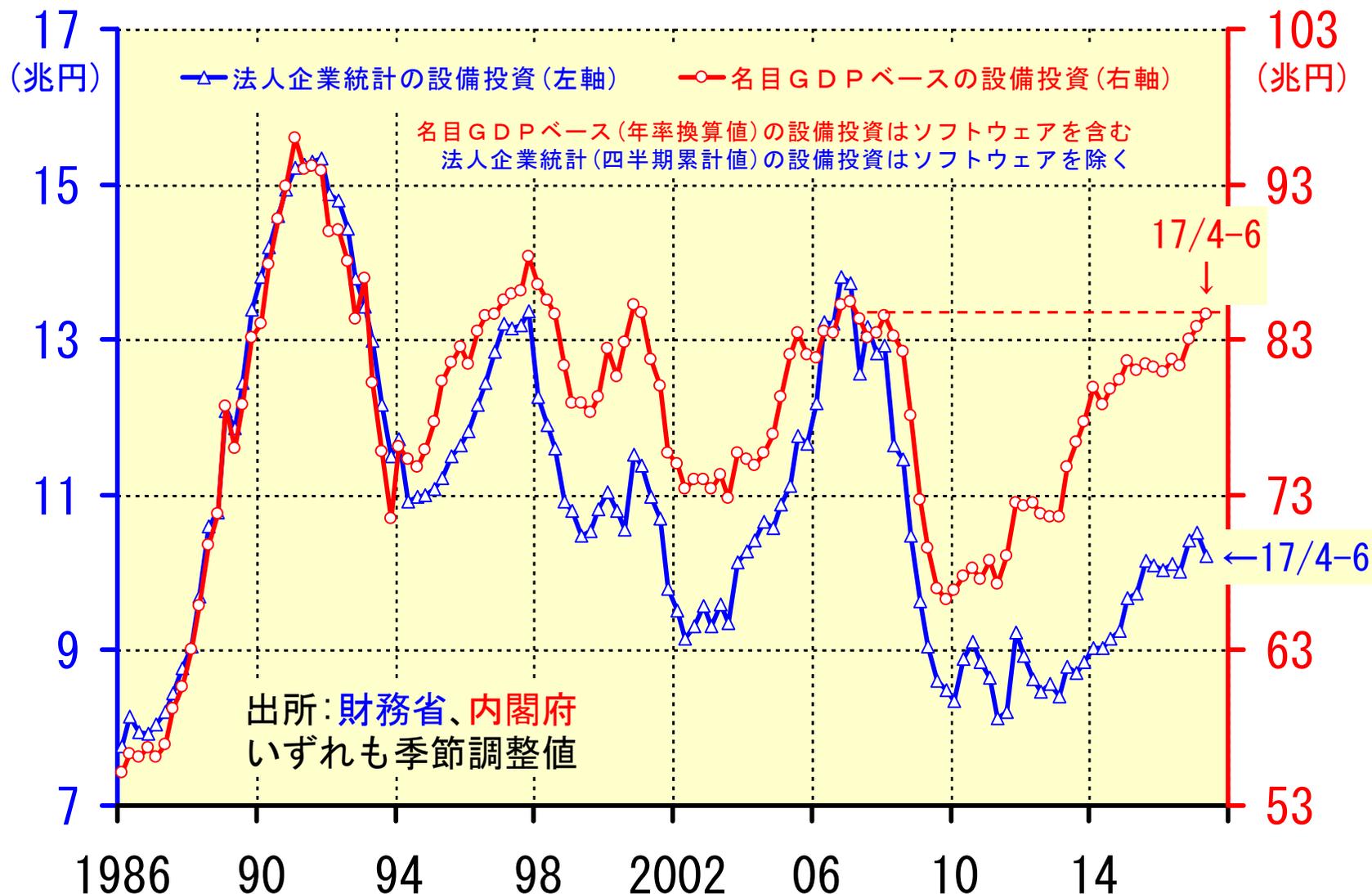
内閣府が発表した2017年4～6月期のGDP改定値は、物価変動を除いた実質で前期比0.6%増、**年率換算では2.5%増**だった。速報値(前期比1.0%増、年率4.0%増)から下方修正となった。法人企業統計など最新の統計を反映した。実質GDPを需要項目別にみると、個人消費は前期比0.8%増(0.9%増)、住宅投資は1.3%増(1.5%増)、設備投資は0.5%増(2.4%増)、公共投資は6.0%増(5.1%増)。民間在庫の寄与度はマイナス0.0ポイント(プラス0.0ポイント)だった。実質GDPの増減への寄与度をみると、内需がプラス0.9ポイント(プラス1.3ポイント)、輸出から輸入を差し引いた外需はマイナス0.3ポイント(マイナス0.3ポイント)だった。総合的な物価の動きを示すGDPデフレーターは、前年同期と比べてマイナス0.4%(マイナス0.4%)だった。

(30)4-6月期の個人消費は増税前の水準を回復した



OECDは6月7日に発表した経済見通し(エコノミック・アウトルック)で、2017年の日本経済の実質GDP成長率を1.4%とした。前回11月時点と比べ、0.4ポイント上方修正した。昨秋からの中国やアジア向け輸出の伸びを反映した。米国は期待していたインフラ投資が出ないとみて、0.2ポイント下方修正の2.1%とした。日本の18年の見通しは1.0%として、0.2ポイント上方修正。好調な企業収益に支えられて雇用と設備投資が堅調で、OECDが0.7%程度と見込む潜在成長率を上回る。ランダル・ジョーンズ経済局日本・韓国課長は「日本は明らかに人が足りず、賃上げを待っている状況。賃上げが出れば個人消費も刺激されて成長が上振れする可能性がある」と指摘した。

(31)4-6月期の設備投資はリーマン・ショック前の水準を回復した



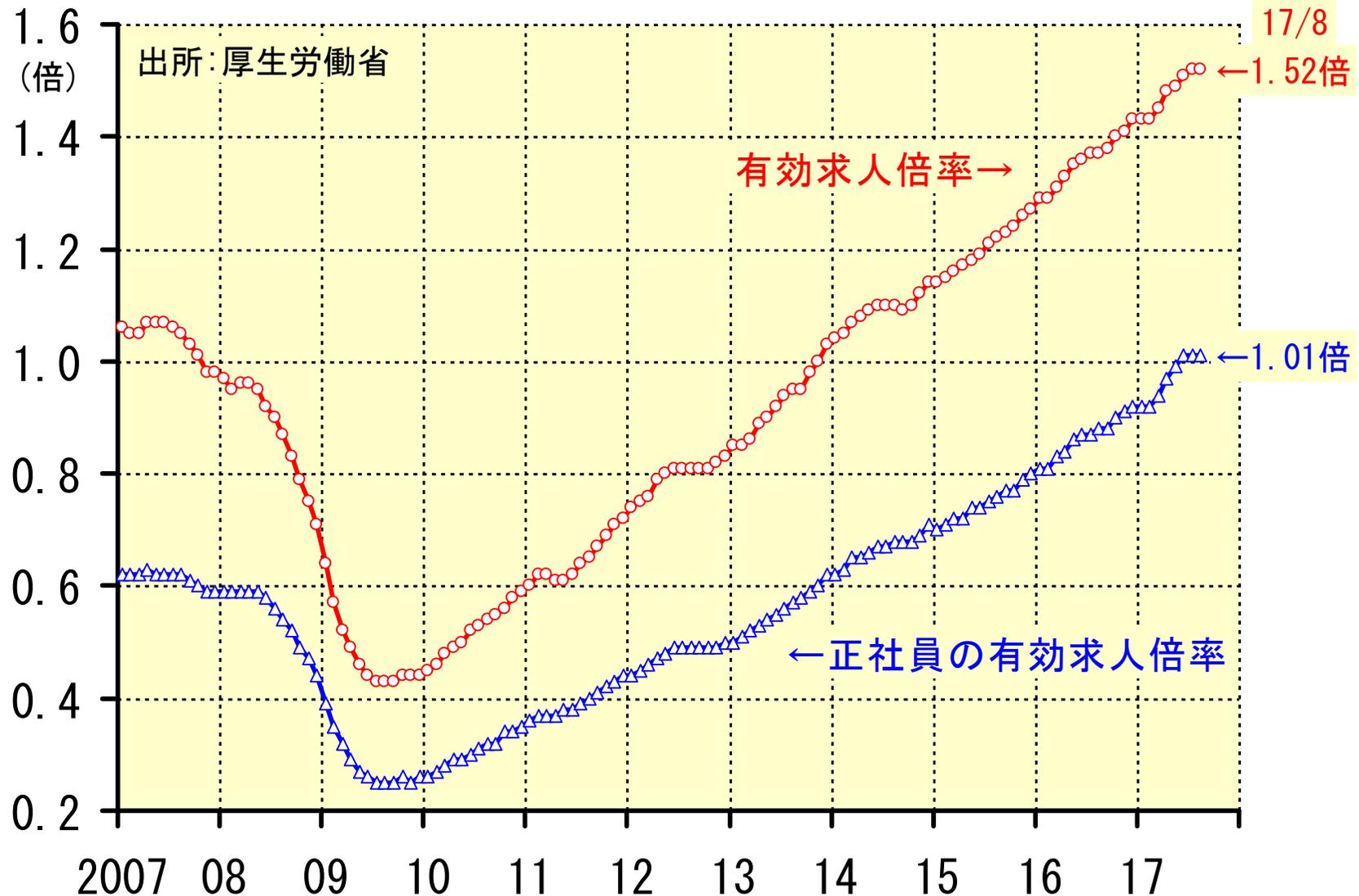
日本経済新聞社がまとめた2017年度の設備投資動向調査で、全産業の計画額は前年度比13.6%増となった。4年ぶりの2ケタ増で、16年度実績の3.8%減から大きく上昇する。けん引するのは08年のリーマン・ショック後で最高の伸び率を示した国内投資。人手不足への対応など、投資の中身に変化が生まれている。対象企業の1104社のうち、国内と海外の投資が比較可能な668社で集計すると、国内の設備投資の計画額が前年実績に比べ13.7%の増加となった。調査で国内外の分類を始めた07年度以降、国内は最高の伸び率となる。足元で目立つのは深刻な人手不足に対応する投資だ。

(32)輸出や鉱工業生産も上向き



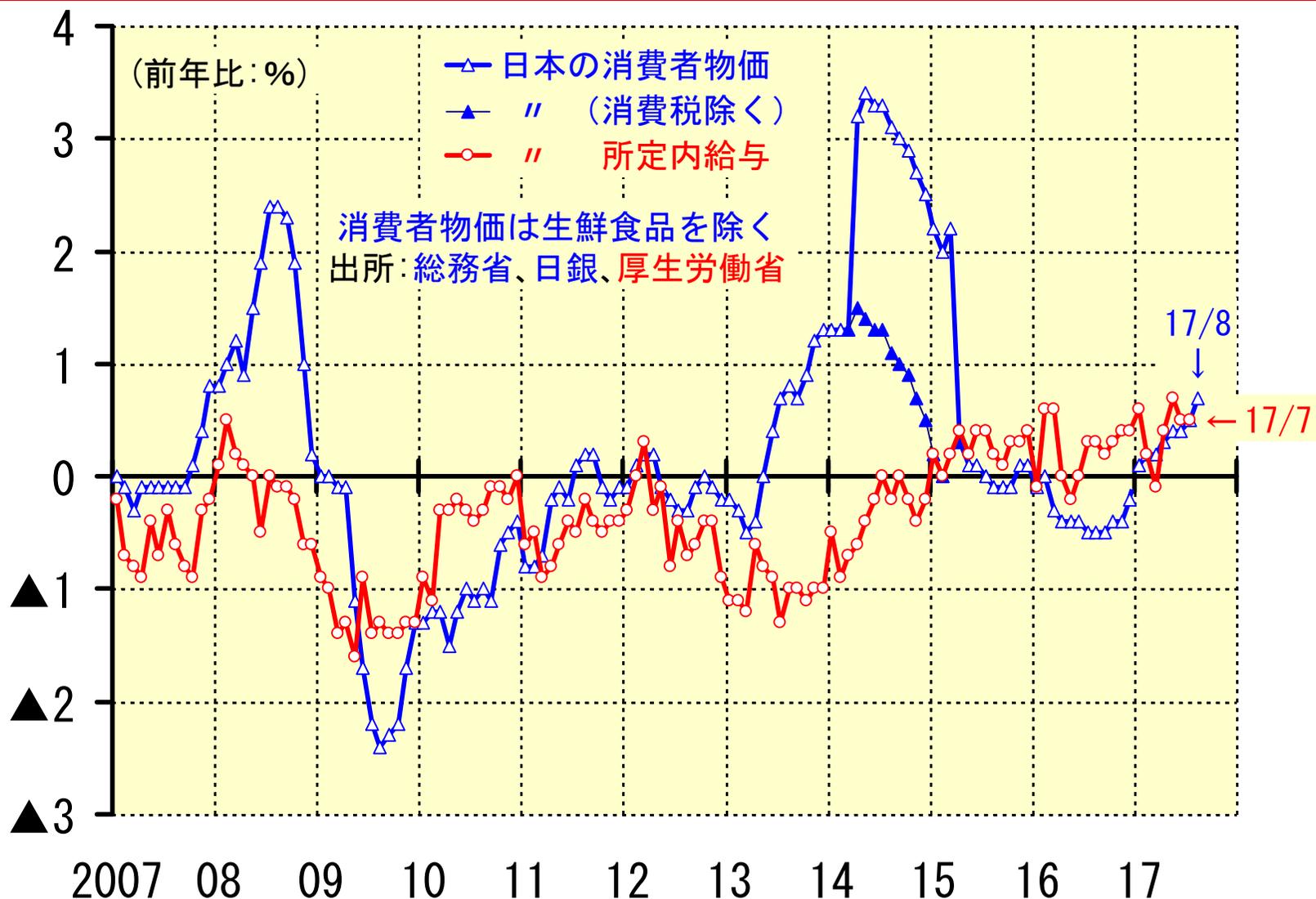
輸出がリーマン・ショック前の水準を回復した。日銀が公表した8月の実質輸出(2015年=100、季節調整値)は前月から3%増の111.8で、08年3月に次ぐ過去2番目の大きさとなった。米国向けの自動車や関連部品が堅調なほか、スマートフォン用などアジア向けの半導体が全体を押し上げた。7~9月期は再び外需がけん引する成長になりそうだ。財務省が公表した8月の貿易統計(通関ベース)によると、輸出額は前年同月比18.1%増の6兆2780億円だった。13年11月以来3年9カ月ぶりの高い伸び率となった。輸出額から輸入額を差し引いた貿易収支は1136億円の黒字だった。

(33) 正社員の有効求人倍率は1倍を超えた



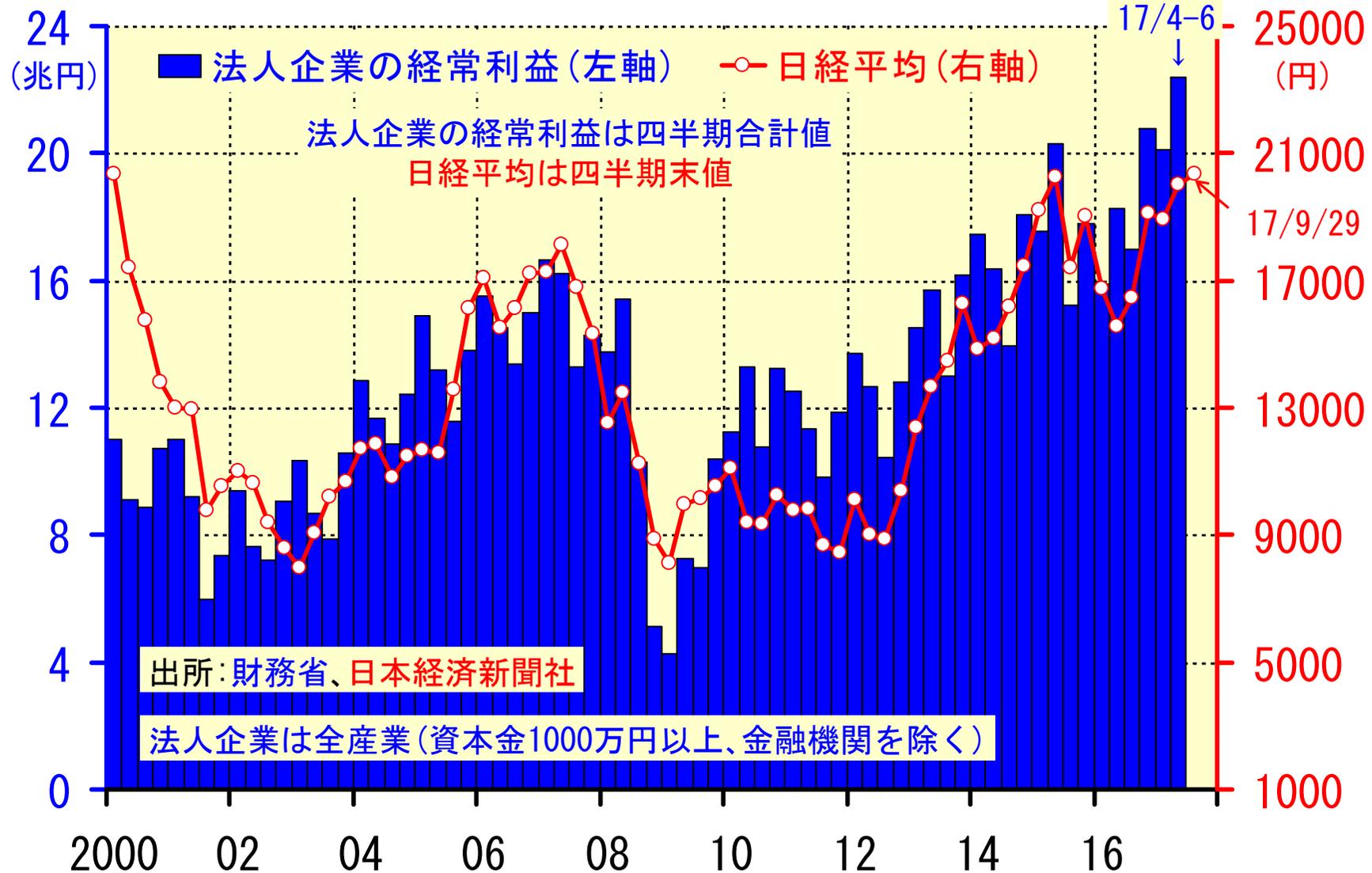
2018年4月以降、正社員増加ペースは加速する公算が大きい。それは、2013年4月施行の改正労働契約法が大きく関係している。改正労働契約法では、「有期労働契約が反復更新されて通算5年を超えたときは、労働者の申し込みにより、期間の定めのない労働契約(無期労働契約)に転換できる」と定められた。ただし、その対象は2013年4月以後に開始する有期労働契約であるため、無期契約への本格移行は、その5年後の2018年4月以降である。まだ対応を決めていない企業も多く、不透明な部分はあるものの、特にフルタイム労働者に関しては、2018年4月以降に正社員に切り替える企業が比較的多く見られる可能性が高い。今後、「無期転換ルール」に後押しされて、非正規社員から正社員への転換が続けば、持続的に賃金も上昇する公算が大きい。(大和総研)

(34) 正社員の増加が賃金の増加に寄与する可能性



大和総研は政府の推進する働き方改革で、国民の所得が減る可能性があるとの試算をまとめた。残業時間の上限が月平均で60時間に規制されると、残業代は最大で年8兆5000億円減少する。個人消費にとって逆風になりかねず、賃金上昇につながるような労働の生産性向上が必要としている。政府は働き方改革で罰則付きの残業規制の導入を目指している。今年3月に閣議決定された実行計画では、残業は月45時間、年360時間を原則とし、繁忙期を含め年720時間、月平均60時間が上限になる。早ければ2019年4月から施行される見通しだ。試算によると、1人あたりの残業時間を月60時間に抑えると労働者全体で月3億8454万時間の残業が減る。年間に換算すると8兆5000億円に相当する。(日本経済新聞)

(35) 日本企業は4-6月期に過去最高益を更新した



財務省が発表した4～6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)の経常利益は前年同期比で22.6%増の22兆3900億円と、四半期ベースで過去最高になった。国内外で自動車販売が好調なことに加え、商社などの利益が高水準だった。経常利益は製造業が46.4%増と大きく伸びた。業種別では輸送用機械が全体を押し上げた。熊本地震による工場停止などで生産が一時的に滞っていた影響が解消し、利益が改善した。非製造業は12.0%増だった。卸売業で原油や石炭などの資源価格が昨年と比べると上昇し、利益率が改善した。財務省によると建設業では受注環境が良くなり、工事の採算が良かったという。運輸業では訪日外国人による鉄道や航空便の利用が増えたほか、海運でコンテナ船の市況が回復したことが利益増に寄与した。 35

(36) 上場企業の4-6月期決算は大幅増益となった

3月期決算の集計状況

(5月19日までに2017年3月期の決算発表を終えた1555社)

(前年同期比)	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%



(8月15日までに2017年4-6月期の決算発表を終えた1582社)

(前年同期比)	売上高	経常利益	純利益
2017/4-6	7.5%	23.8%	33.5%
2018/3(予)	5.2%	6.6%	13.6%

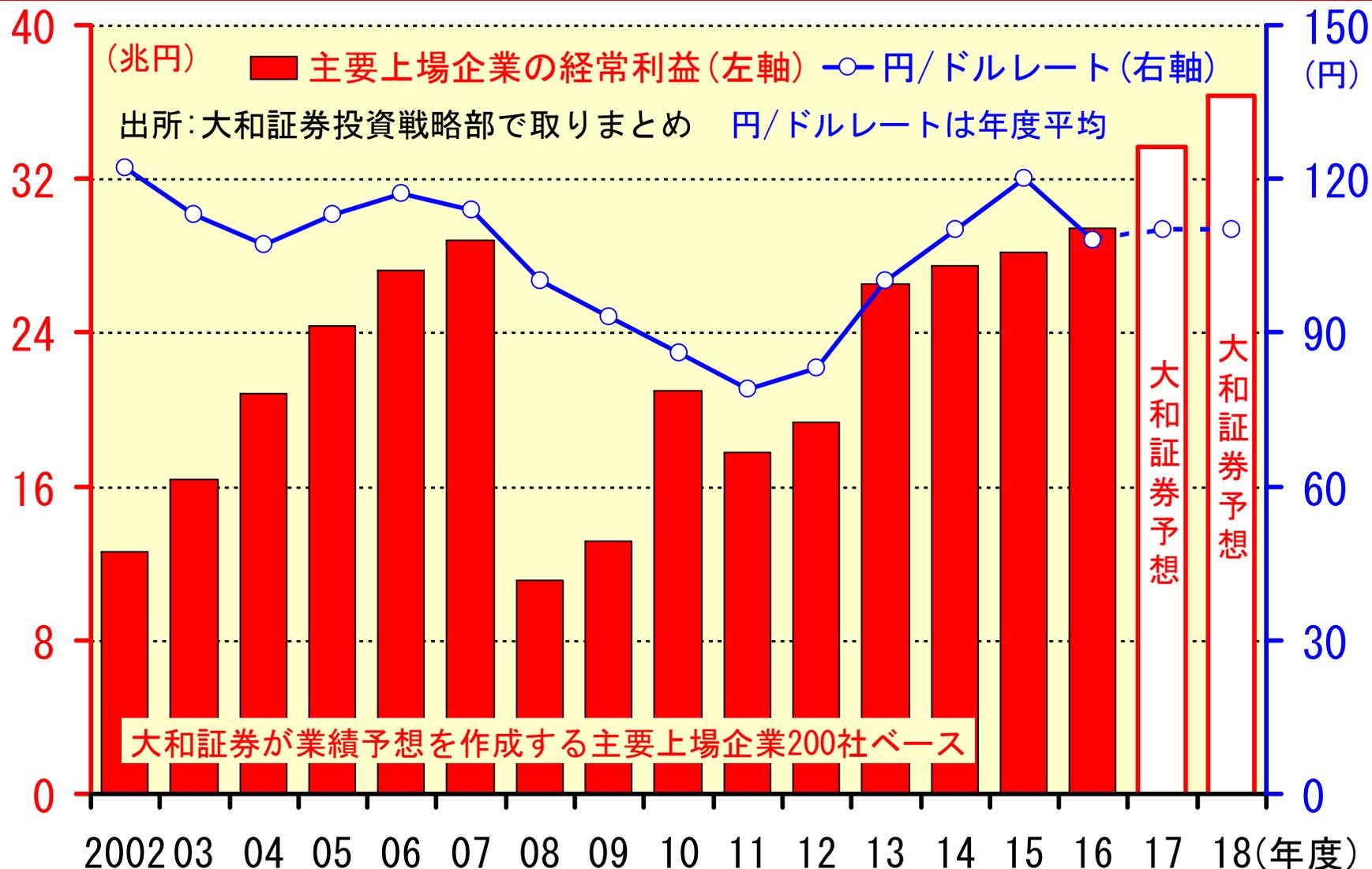
(注) 対象は全国上場の金融を除く3月本決算会社

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

(37)今～来年度も経常増益の可能性が高い



金融を除く主要上場企業200社(大和200)を対象に、企業業績を集計した。2017年度の経常利益予想は製造業を中心に2.6%の増額修正となり、前回予想(11.2%増益)を上回る14.3%増益見通し。製造業で素材では市況上昇を受け、鉄鋼、非鉄が顕著な増額修正。加工組立では需要増をとらえた機械、電機の修正率が高く、修正額では自動車も寄与が大きい。非製造業では通信の減額分を、総合商社の増額が相殺。18年度の経常利益も前回予想(7.5%増益)を上回る7.8%増益見通し。(大和証券投資情報部)

(38) TOPIXのPERは14.3倍 < 世界平均は16.1倍

主要国上場企業の業績予想とPER及びPBR

2017/9/28 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	3.5	0.30	10.9	0.34	14.3	1.27
米国	5.7	0.22	11.4	▲ 0.20	18.2	2.94
英国	5.3	0.95	8.4	0.27	14.4	1.82
ドイツ	3.4	▲ 0.09	8.4	▲ 0.12	13.5	1.65
中国	10.6	0.30	15.7	1.37	13.1	1.69
香港	6.2	▲ 0.06	8.5	1.26	15.9	1.26
世界	5.5	0.19	10.9	0.09	16.1	2.10

(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

(39) TOPIXのPERは2015年6月に16.0倍まで上昇した



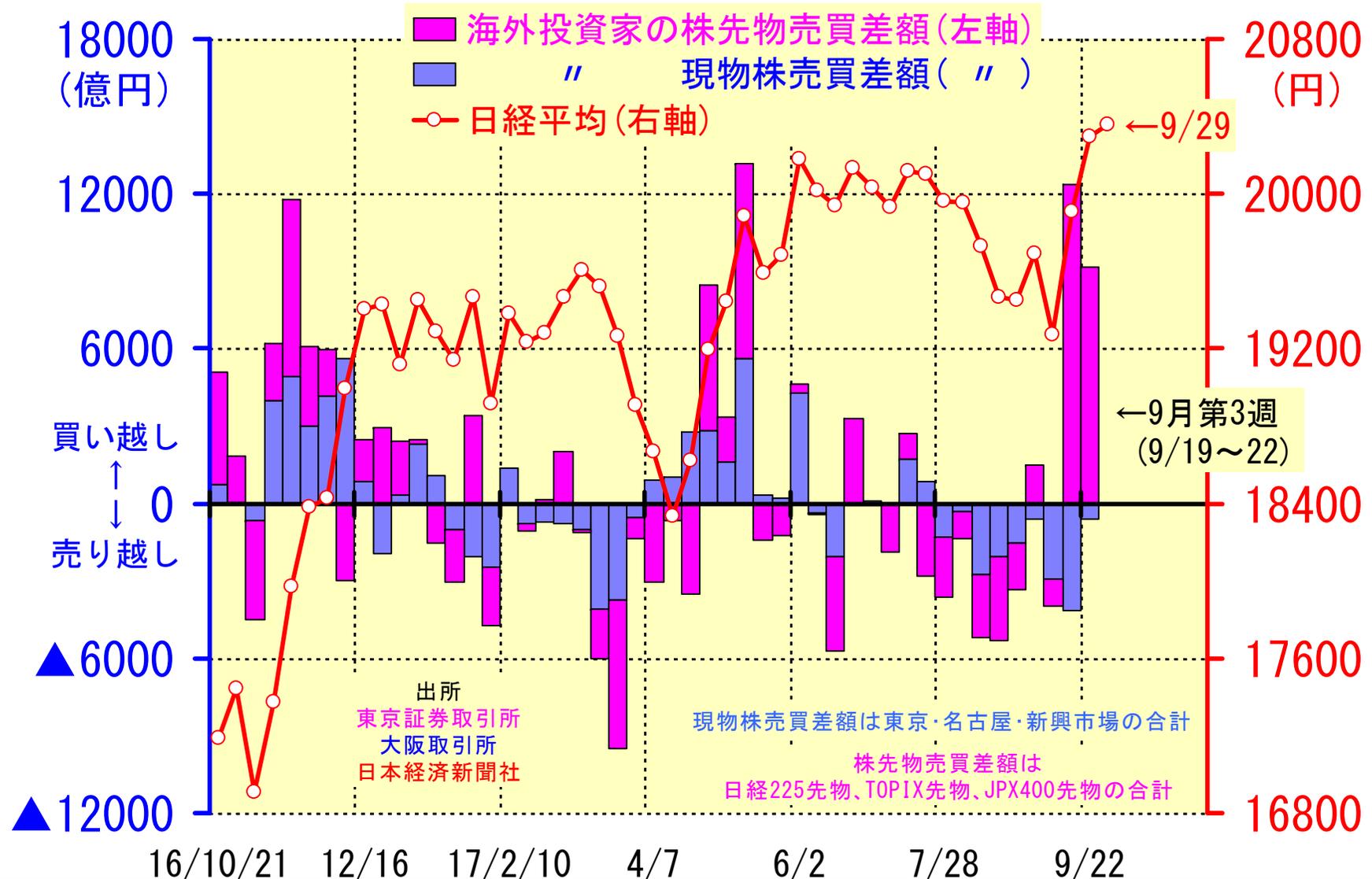
(40) 為替シナリオ別の日経平均想定

	予想税引利益 増益率[%]		日経平均 予想EPS		日経平均想定 [円]							
					2017年度予想				2018年度予想			
	2017 年度	2018 年度	2017 年度	2018 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
100円/ドル 115円/ユーロ	8.3	5.0	1,320	1,386	17,200	18,500	19,800	21,100	18,000	19,400	20,800	22,200
105円/ドル 120円/ユーロ	10.5	5.6	1,347	1,423	17,500	18,900	20,200	21,500	18,500	19,900	21,300	22,800
110円/ドル 125円/ユーロ	12.8	6.3	1,374	1,460	17,850	19,200	20,600	22,000	19,000	20,400	21,900	23,400
110円/ドル 130円/ユーロ	13.2	6.4	1,379	1,467	17,900	19,300	20,700	22,100	19,100	20,500	22,000	23,500
115円/ドル 130円/ユーロ	15.0	6.9	1,400	1,496	18,200	19,600	21,000	22,400	19,500	21,000	22,400	23,900
120円/ドル 135円/ユーロ	17.2	7.4	1,427	1,533	18,600	20,000	21,400	22,800	19,900	21,500	23,000	24,500

(注1)業績予想は大和予想、東洋経済予想(日経225ベース) (注2)大和予想、東洋経済予想は8/29時点 (注3)為替前提は2017年7月以降の前提。

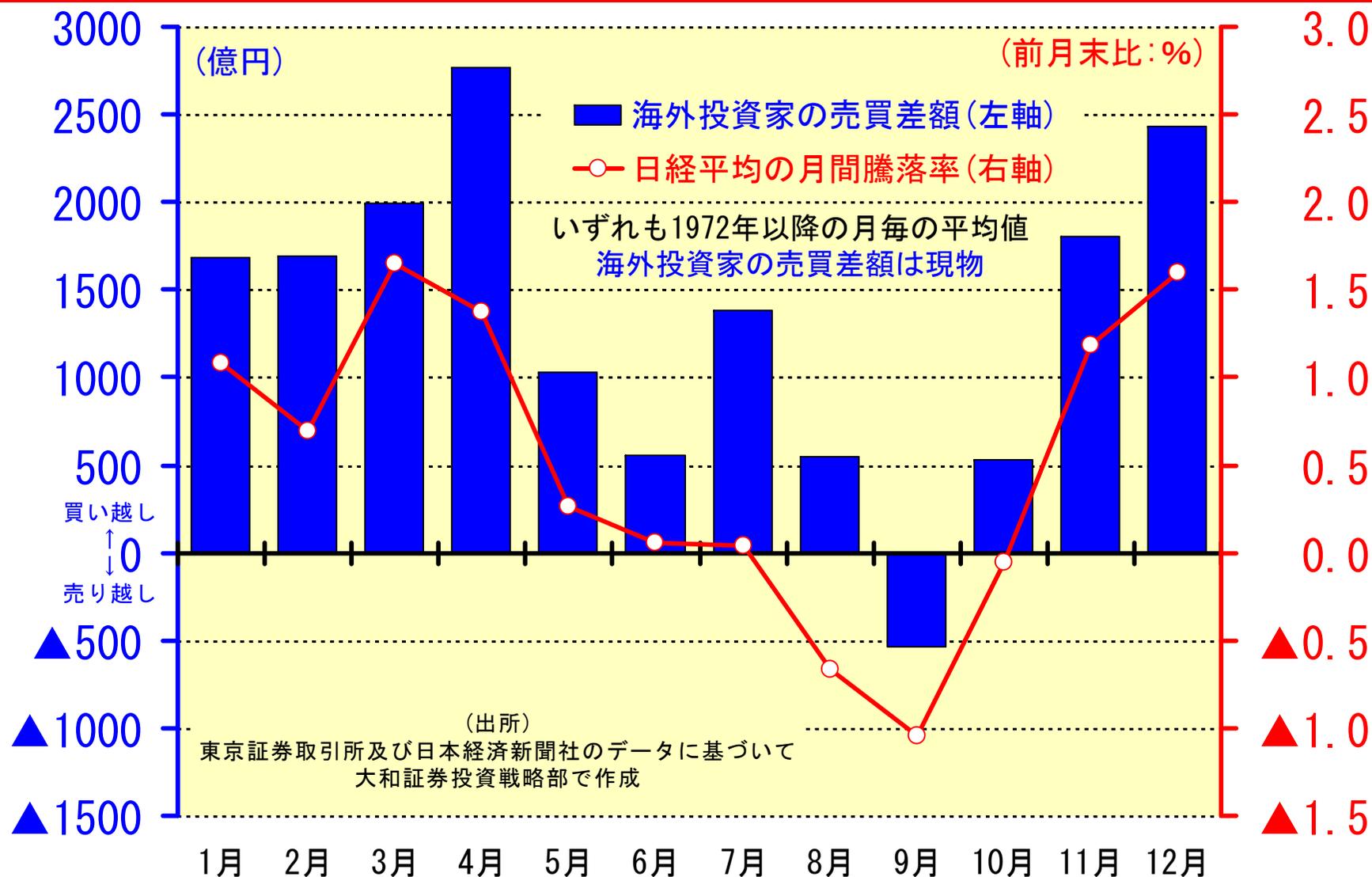
(出所)大和証券作成

(41)日本株の上昇には海外投資家の買いが必要



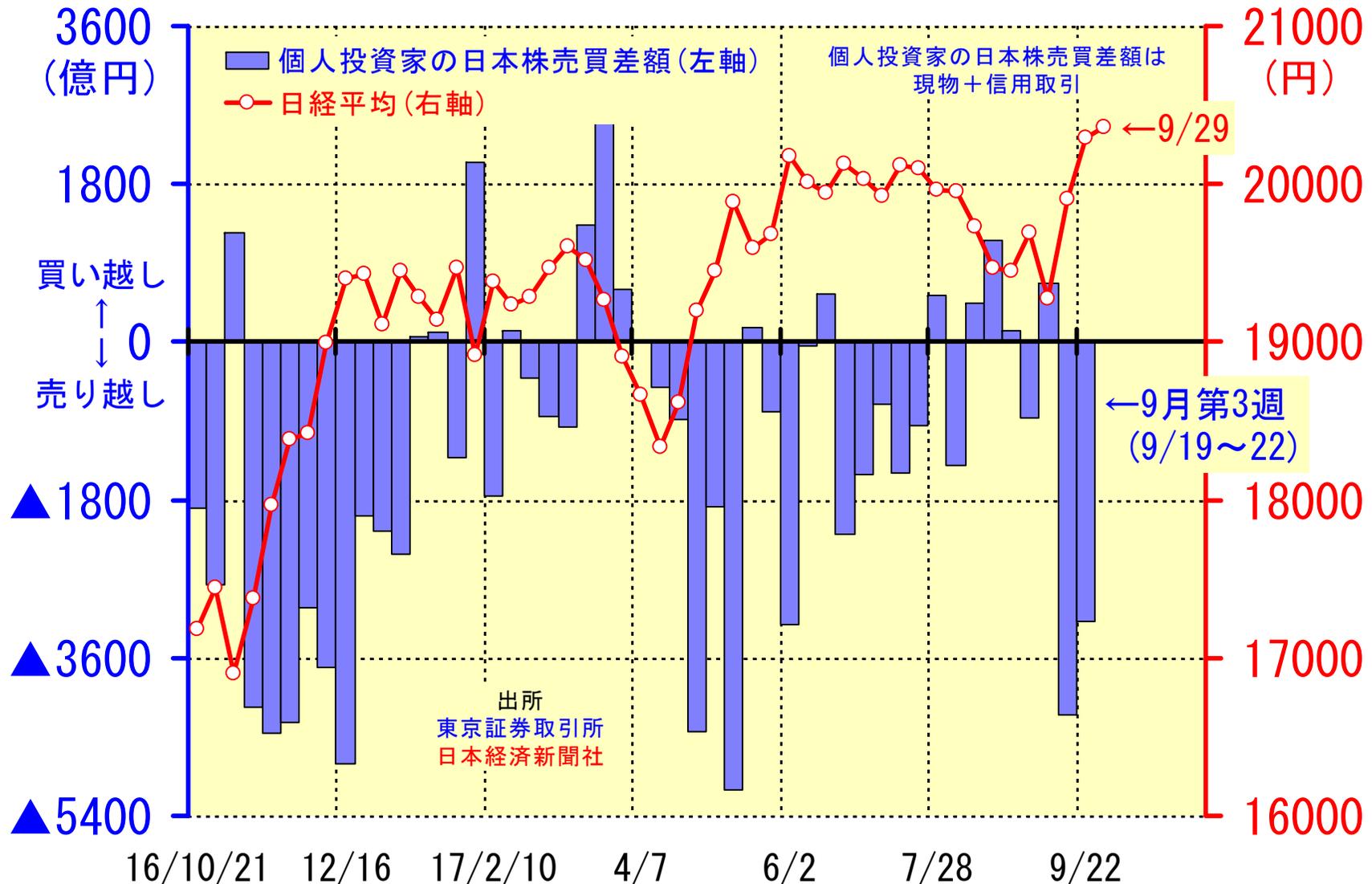
東京証券取引所及び大阪取引所が発表した9月第3週(9/19~22)の投資主体別株式売買動向によると、海外投資家は現物を9週連続で売り越したが、売越額は611億円と前週の4172億円から大幅に縮小し、先物(日経平均先物とTOPIX先物の合算)は8792億円の買い越しと前週の1兆125億円に続いて大幅な買い越しとなった。9月第1週末(9/8)に付けた19274円をボトムとした日経平均の反発が、需給面では海外投資家による先物の大幅な買い越しが日経平均の急反発によるものだったと言える。(大和証券投資情報部)

(42) 海外投資家は年末にかけて日本株を買い戻す可能性も



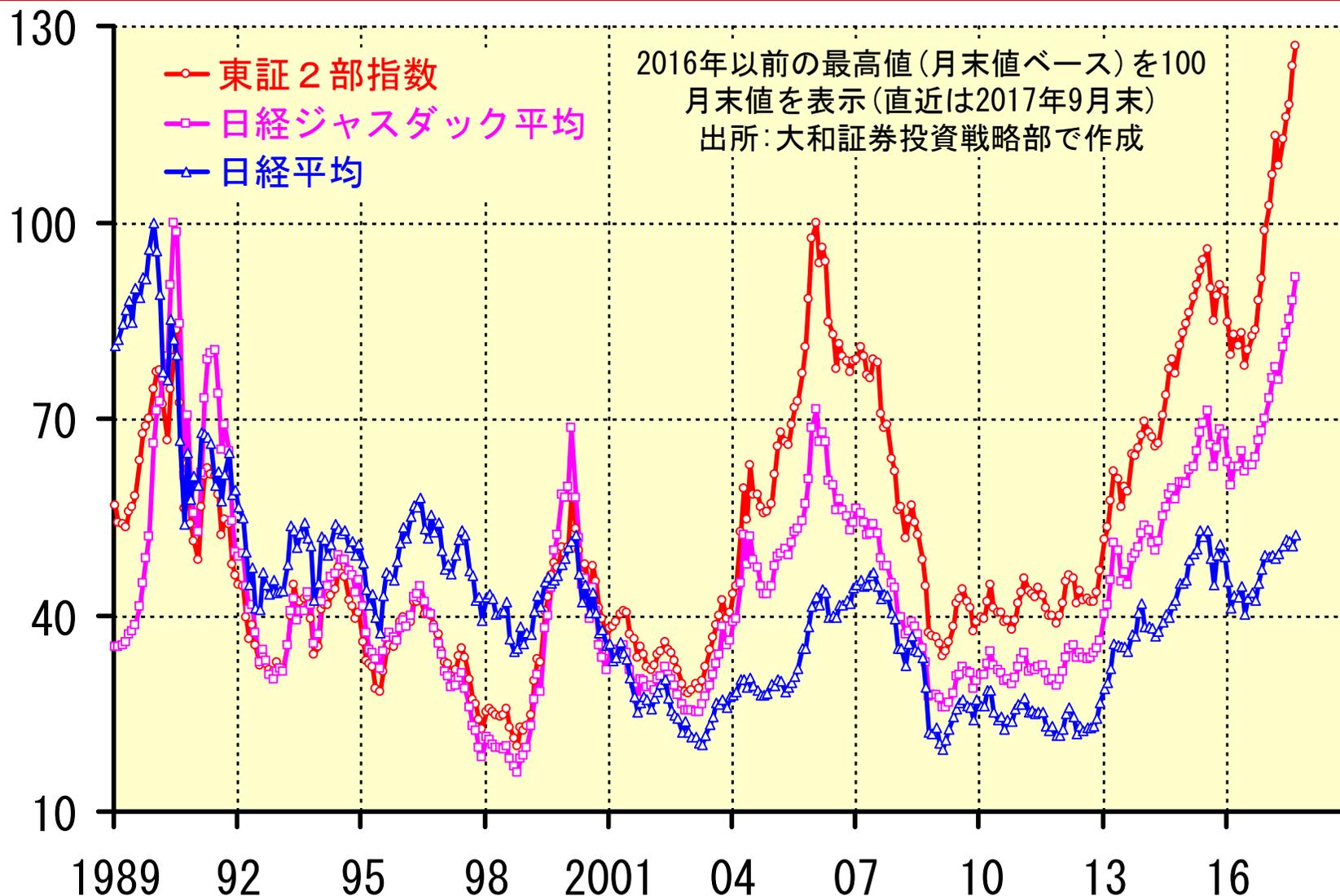
1972年以降の海外投資家の売買動向(現物)を月別に平均すると9月だけが売り越しとなっている。今年は9月末にかけて米国の財政問題に対する警戒感が続くこともあり、海外投資家の売り越し基調はしばらく続く可能性があるだろう。ただし、米国の財政問題がソフトランディングできれば、海外投資家は10月以降日本株を徐々に買い戻す可能性もあるとみている。(大和証券投資戦略部)

(43) 個人投資家の戻り売りスタンスは変わるか？



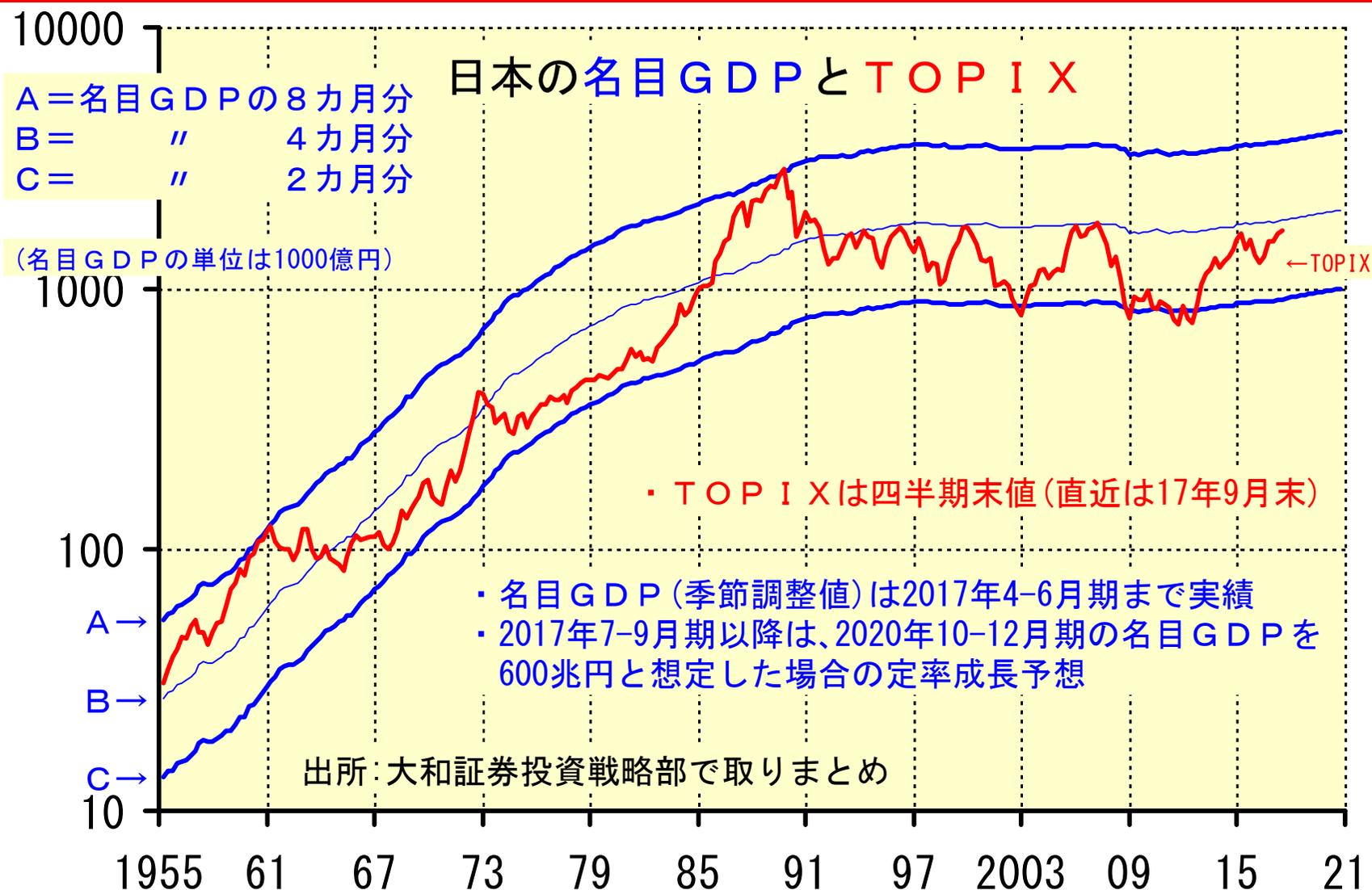
日本株の先行きに慎重な個人投資家が増えている。相場が下がるほど利益が出る「弱気型」の上場投資信託(ETF)は9月28日時点の投資口数が9400万口と2014年7月の上場以来で過去最高となった。足元の株価上昇で高値警戒感を強めているためだ。市場では衆院選で与党が苦戦して国内政治が不安定化する懸念も浮上している。野村アセットマネジメントの「NEXT FUNDS 日経平均ダブルインバース・インデックス連動型上場投信(日経Dインバ)」は日経平均が1%下がると、約2%の値上がり利益が得られる。北朝鮮を巡る地政学リスクが一旦後退し、日経平均が389円高となった9月19日前後から投資口数が急増。直近の2週間で3割近く増えた。(9/30付け日本経済新聞より抜粋)

(44)一部の投資家は2部市場や新興市場に資金を振り向けている可能性も



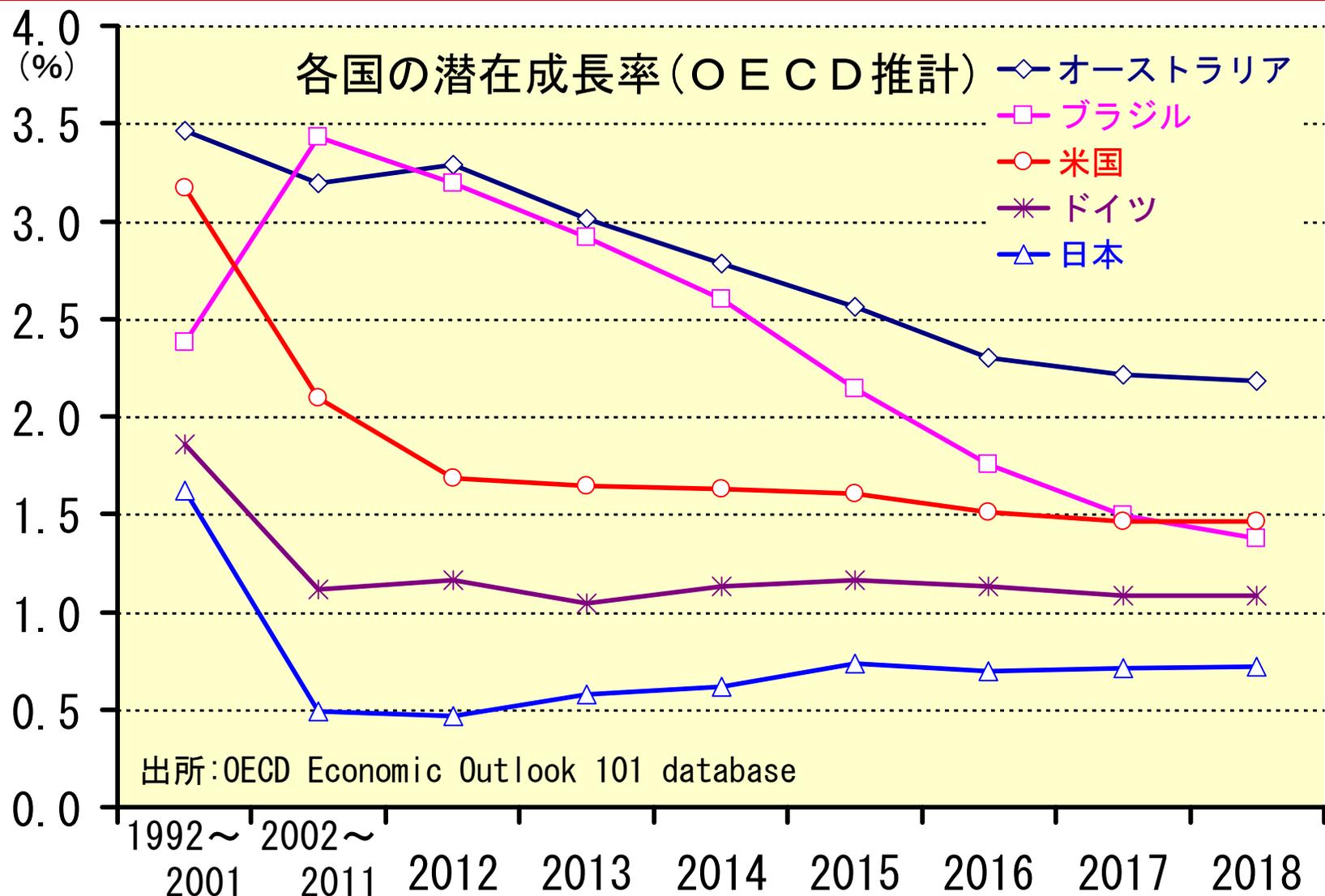
2017年夏の東京市場は時価総額の大きい大型株がさえなかったが、小型株は活況だった。小型株が人気化するの通常、為替相場など外部環境が不透明な時だ。外国人の持ち株比率が低く、海外から売りが出にくいいため国内勢が成長力に期待して選好するのが主因だ。今回は、それだけではない。日銀のTOPIX型上場投資信託(ETF)買いを通じて、まんべんなく東証1部の銘柄が買われるため、流動性の低い小型株にはプラスの効果が出やすい。日銀は16年7月、ETFの買入額を年間6兆円に倍増し、2カ月後の9月に日経平均型中心からTOPIX型中心へと買入対象の調整を決めた。現在は買入額の6割以上がTOPIX型とみられる。小型株の成績が良くなったのは、この後だ。(9/4付け日経QUICKニュースより抜粋)

(45) 日本株の中長期的な上昇にはデフレ脱却も必要



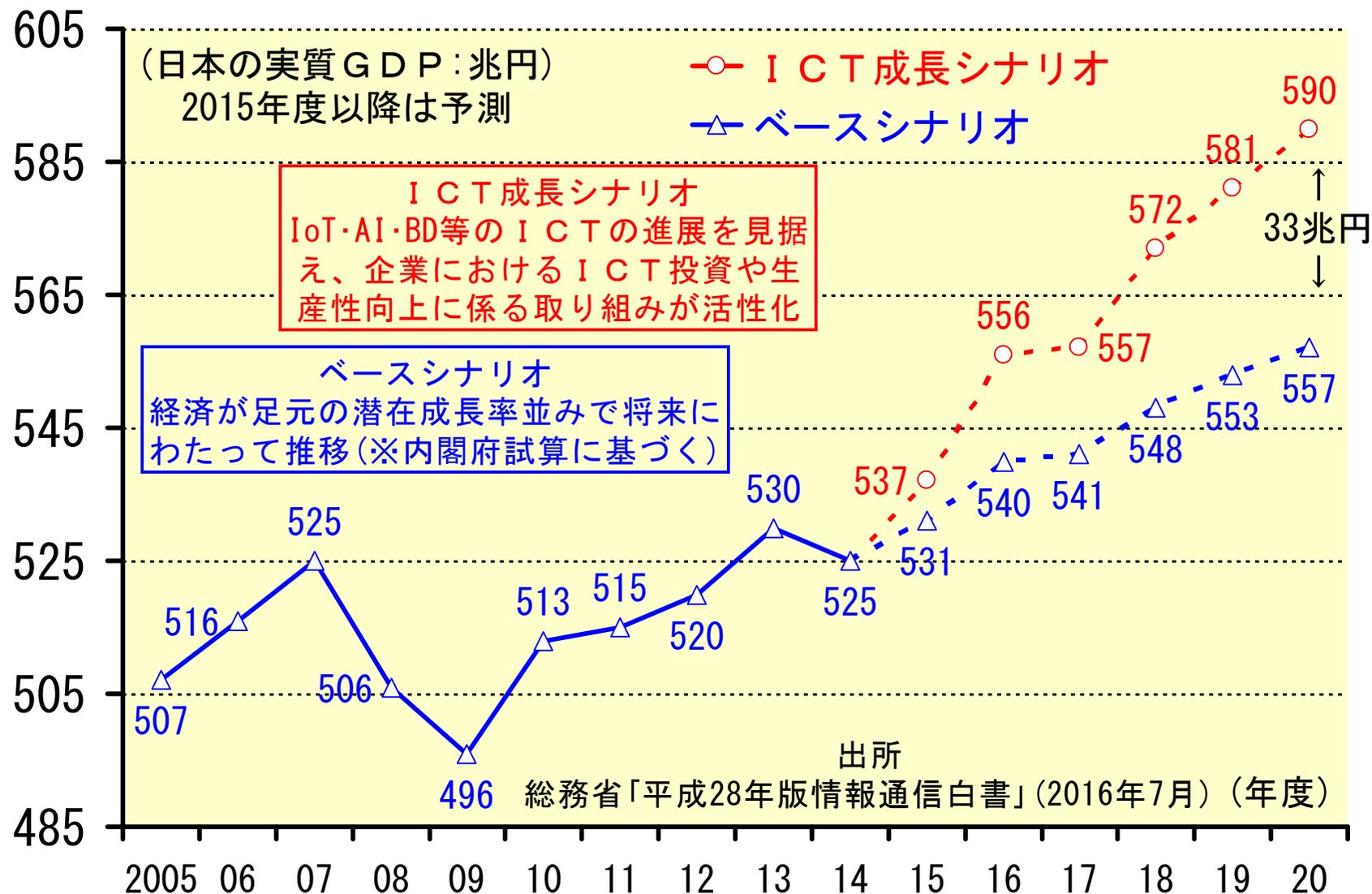
日本の名目GDPとTOPIXの関係を見ると、TOPIXは名目GDPの2カ月分～8カ月分のレンジ内で推移している。また、1990年代のバブル崩壊後は、TOPIXが上昇しても名目GDPの4カ月分の水準が天井となり、その後はTOPIXが下落に転じるということが何度も繰り返されてきた。安倍政権が掲げた「2020年頃までに名目GDPを600兆円に増やす」という目標が現実味を帯び始めれば、TOPIXが名目GDPの4カ月分の水準を超えることは可能だろうが(日経平均で言えば20000円は通過点のはずだが)、少なくともデフレからの脱却が果たせなければ、日経平均が20000円を明確に超えるのは簡単でない可能性もあ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

(46) 日本株の中長期的な上昇には構造改革も必要



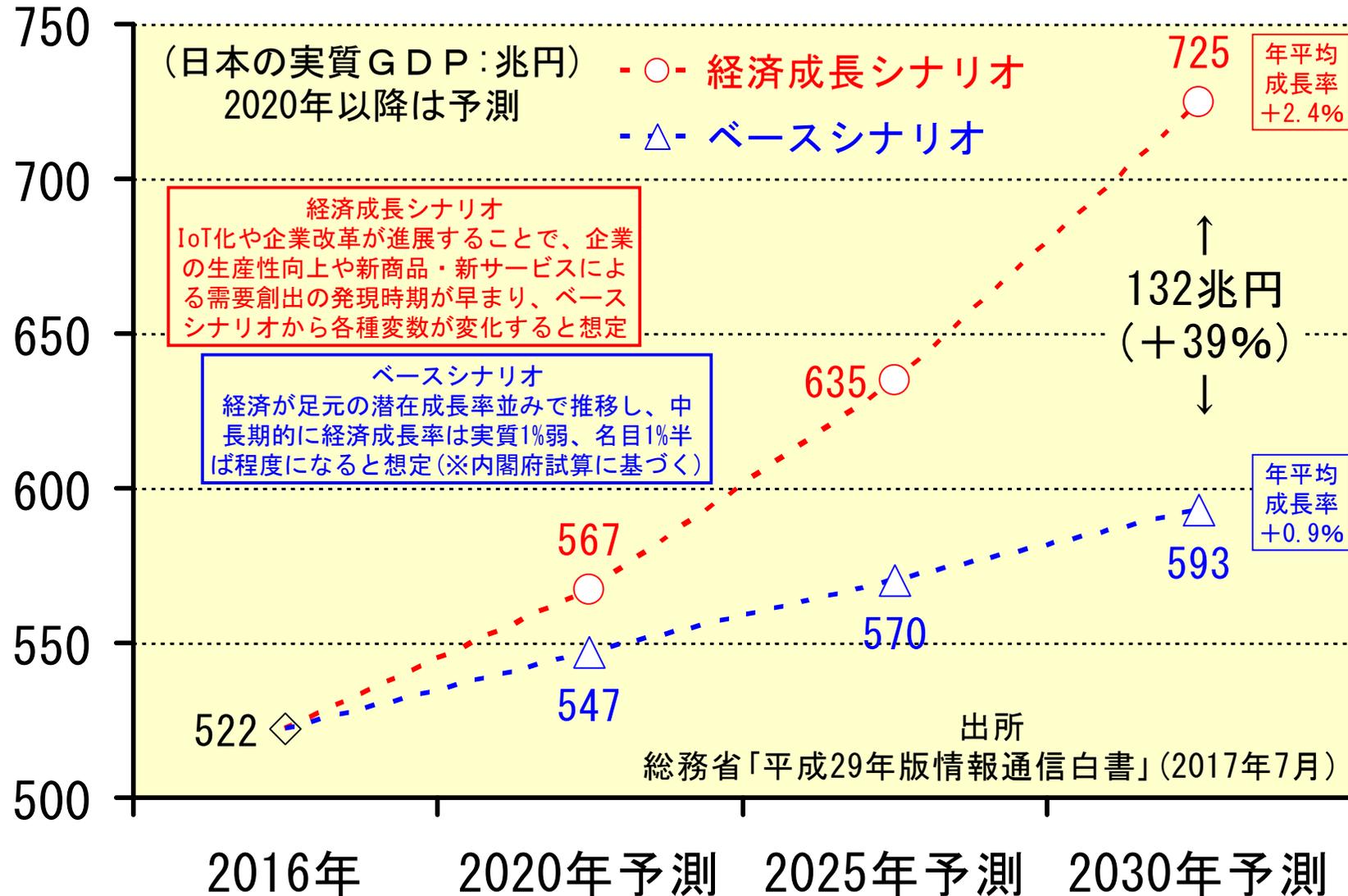
政府が今年の成長戦略(日本再興戦略)の素案をまとめた。人工知能(AI)やビッグデータ、ロボットを活用し、さまざまな社会課題を解決する「ソサエティ5.0」の実現を掲げた。その目標が悪いわけではない。問題は、安倍晋三政権が過去の成長戦略で示しながら、なお実現できずにいる課題と十分に向き合っていない点である。日本経済の最大の課題は成長力の強化と、財政健全化の両立である。日銀による異次元の金融緩和と、2度にわたる消費増税延期で時間を買っている間に、経済の実力を高めることができたか。残念ながら、日銀の推計では、日本経済の潜在成長率は2014年時点の0.8%台から16年後半に0.6%台まで下がった。この厳しい現実を政府は直視する必要がある。(5/31日経朝刊社説より抜粋)

(47) ICT成長シナリオで2020年度のGDPは33兆円押し上げられる？



総務省は昨年7月29日に発表した情報通信白書で、すべてのモノがインターネットにつながるIoTやビッグデータ、人工知能(AI)の普及が進めば2020年度時点の実質GDPを33兆円押し上げるとの推計をまとめた。仕事の生産性が大幅に高まるため。働き盛りの人口が減るなかで、こうした技術を生かすべきだと訴えている。企業へのアンケートをもとに、IoTなどの普及が経済にもたらす影響を推計した。20年度の実質GDPは内閣府が試算する557兆円から590兆円に増える。大きな要因として通販サイトの利用を挙げている。利用前と後で比べると家計の消費が平均12%増えるとしている。ネットによる情報発信で海外からの観光客が増加。企業のIT(情報技術)関連投資も押し上げ要因となるという。

(48)IoTの導入で2030年のGDPは132兆円押し上げられる？



総務省は7月28日に発表した情報通信白書で、あらゆるモノがネットにつながる「IoT」を使って企業が経営改革を進めれば、2030年の実質GDPが725兆円程度になるとの試算をまとめた。内閣府が試算する標準的な見通しよりも約130兆円多くなる。30年まで年平均で2.4%の成長が達成されるという。次世代通信規格「5G」の登場により、20年にはIoT機器が300億個と現状の倍近くになると予想。企業が生産性を高めるほか、新しい商品やサービスが生まれやすくなることで成長力が高まるとしている。

(49)衆議院の解散→総選挙投票日にかけては株高の傾向

解散日	投開票日	解散日から投開票日の前営業日までの日経平均騰落率(単位:%)
69/12/2	69/12/27	4.7
72/11/13	72/12/10	7.1
79/9/7	79/10/7	2.1
80/5/19	80/6/22	2.7
83/11/28	83/12/18	2.9
86/6/2	86/7/6	5.1
90/1/24	90/2/18	1.9
93/6/18	93/7/18	2.7
96/9/27	96/10/20	0.3
00/6/2	00/6/25	1.0
03/10/10	03/11/9	▲ 1.5
05/8/8	05/9/11	7.8
09/7/21	09/8/30	9.1
12/11/16	12/12/16	7.9
14/11/21	14/12/14	0.1

出所：総務省、日本経済新聞社などより大和証券作成

9月19日の東京株式市場で日経平均株価が大幅に続伸した。終値は2015年8月以来、2年1カ月ぶりの高値となり東証1部の時価総額は過去最高を更新した。米国政治や北朝鮮情勢への警戒感がやや後退したところに衆院解散・総選挙が浮上。経済政策への期待や総選挙時の経験則から外国人投資家などの買いが入った。大和証券が1969年から2014年まで15回の衆院選について解散日から投票日までの騰落率を調べたところ、03年以外の14回で日経平均は上昇している。平均上昇率は3.6%だ。今回の衆院選では与党が議席減少をどこまで抑えられるかが焦点とされる。憲法改正の発議に必要な議席数をにらみ、大和証券の木野内栄治チーフテクニカルアナリストは「政策の軸足が憲法改正から経済に戻るとの期待は高い」と話す。(9月20日付け日本経済新聞朝刊より抜粋) 49

(50)ダイワ・セレクション(10月号)

独自の成長力を有する銘柄

日本M&Aセンター	2127
エス・エム・エス	2175
スタートトゥデイ	3092
リクルートホールディングス	6098
任天堂	7974
リログループ	8876
ソフトバンクグループ	9984

世界的な競争力を有する銘柄

東レ	3402
テルモ ○	4543
SMC	6273
コマツ ○	6301
安川電機	6506
日本電産	6594
ソニー	6758
ローム	6963
東京エレクトロン	8035

内需好業績銘柄

クリエイトSDホールディングス	3148
サイゼリヤ	7581
三菱UFJフィナンシャル・グループ	8306

米国のテクノロジー成長銘柄

アップル	AAPL/A0490
アマゾン・ドット・コム	AMZN/A1507

米国のテクノロジー成長銘柄(続き)

フェイスブック	FB/A2818
アルファベット	GOOGL/A1962
マイクロソフト	MSFT/A7565
エヌビディア	NVDA/A5249
ペイパル・ホールディングス	PYPL/A3989
ビザ	V/A5120

米国の金融株

バンク・オブ・アメリカ	BAC/A5645
JPモルガン・チェース	JPM/A0800

その他の米国の代表銘柄

キャタピラー	CAT/A0900
コーチ	COH/A6069
ウォルト・ディズニー	DIS/A4810
コカ・コーラ	KO/A1450
ウォルマート・ストアーズ	WMT/A4910

欧州好業績銘柄

ASMLホールディング	ASML/A1147
インフィニオン テクノロジーズ ○	IFX/D2590
LVMHモエ ヘネシー・ルイ・ヴィトン	MC/F0670

中国好業績銘柄

アリババ・グループ・ホールディング	BABA/A1111
テンセント	700/N0700
サムスン電子	SMSN/C0340

○・・・新規採用銘柄 赤文字は外国株式

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 9 月 15 日現在）

イチケン(1847) nms ホールディングス(2162) アルコニックス(3036) シンデン・ハイテックス(3131) 日本ヘルスケア投資法人(3308) ケー・エフ・シー(3420) 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) 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) ネオス(3627) コーエーテックモホールディングス(3635) エイチーム(3662) ダブルスタンダード(3925) 神島化学工業(4026) 日本ピグメント(4119) テイクアンドギブ・ニーズ(4331) 第一工業製薬(4461) リボミック(4591) ノザワ(5237) イソライト工業(5358) 日本金属(5491) 東邦亜鉛(5707) 日本伸銅(5753) 東京製綱(5981) リンクバル(6046) トレンダーズ(6069) シンメンテホールディングス(6086) ウィルグループ(6089) エクスロー・エージェント・ジャパン(6093) パンチ工業(6165) ハイアス・アンド・カンパニー(6192) 東洋機械金属(6210) テクノスマート(6246) オカダアイオン(6294) TOWA(6315) 日本ビラー工業(6490) 三相電機(6518) インターネットインフィニティー(6545) エレコム(6750) アドバンテスト(6857) ASTI(6899) 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 フィナンシャルホールディングス(7177) トランザクション(7818) ムトー精工(7927) ウェーブブロックホールディングス(7940) 大興電子通信(8023) ルック(8029) マネーパートナーズグループ(8732) フジ住宅(8860) 平和不動産リゾート投資法人(8966) 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) 学究社(9769) UEX(9888)（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 10 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) ゲンキー(2772) 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) イオンリート投資法人(3292) 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) ケイアイスター不動産(3465) 三菱地所物流リート投資法人(3481) コメダホールディングス(3543) スシローグローバルホールディングス(3563) ドリコム(3793) エイトレッド(3969) マクロミル(3978) ユーザーローカル(3984) シェアリングテクノロジー(3989) ウォンテッドリー(3991) 竹本容器(4248) 出光興産(5019) 日本郵政(6178) 日宣(6543) 旅工房(6548) GameWith(6552) ルネサスエレクトロニクス(6723) 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) Casa(7196) アドヴァン(7463) 書屋(7809) リンガーハット(8200) 大垣共立銀行(8361) 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）