

PASSION
FOR THE
BEST

年末年始の株式相場見通しと投資戦略 ～日米株式への見直し機運が高まる公算～



2018年12月19日

投資情報部 シニアストラテジスト

石黒 英之

大和証券

Daiwa Securities

【プロフィール】

2016年3月まで国内証券で10年間、日本株ストラテジスト業務に従事。2016年4月より大和証券株式会社に入社

【テレビ出演】

テレビ東京、NHK BS1、日経CNBC、BS JAPANなどの番組に出演

きょうのセミナー ポイント

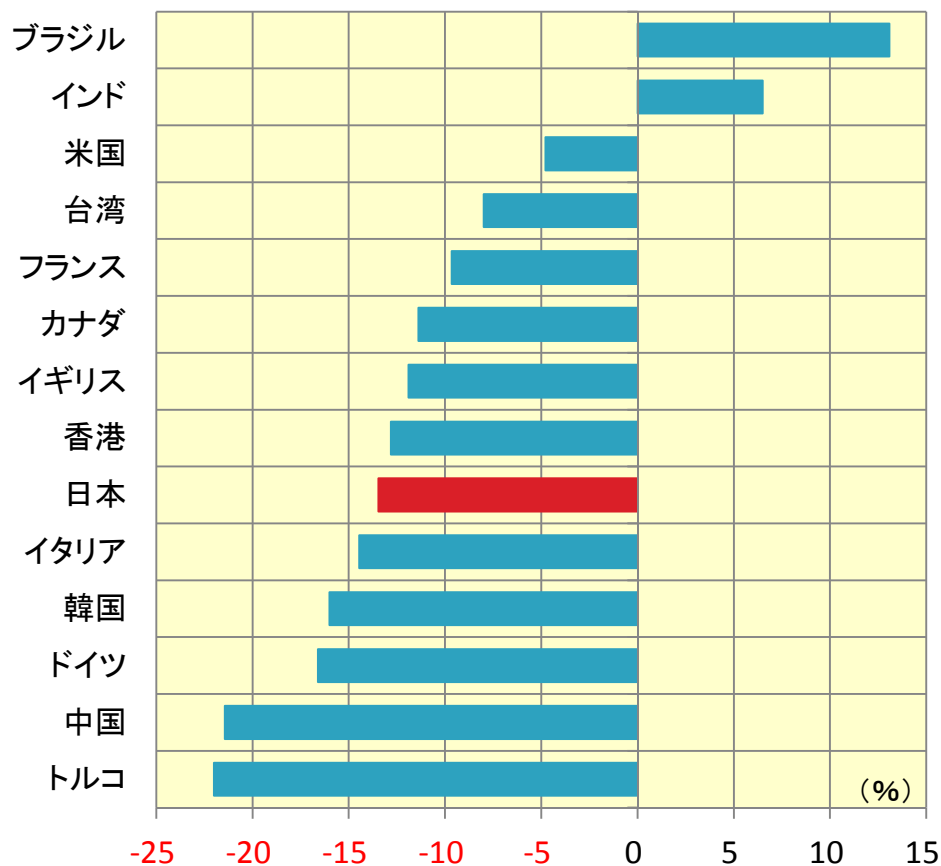
- ① 不安心理先行の株安が加速
- ② 明るい兆しも出始めている
- ③ 成長株の押し目買いを継続

☆マーケットの全体観

～世界経済に対する懸念は
不安先行の側面も
過度な業績懸念が薄らぐかが焦点に～

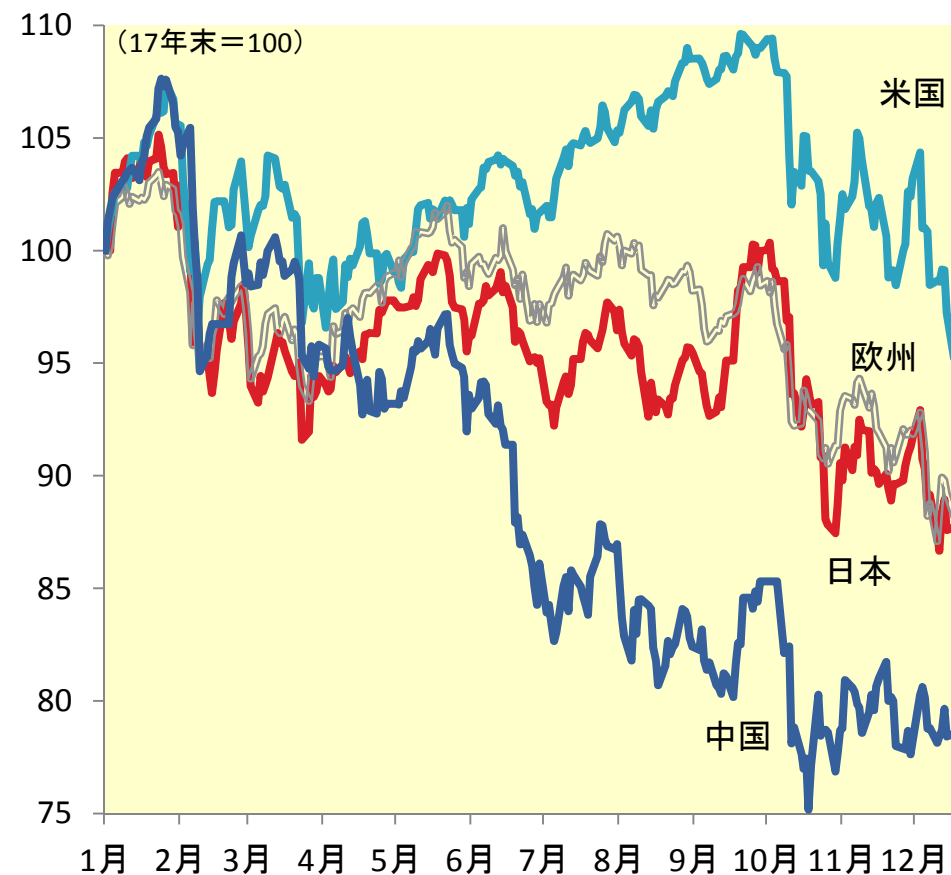
世界の株式相場は軟調な展開に

世界主要株価指数の年初来騰落率



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、12月17日まで

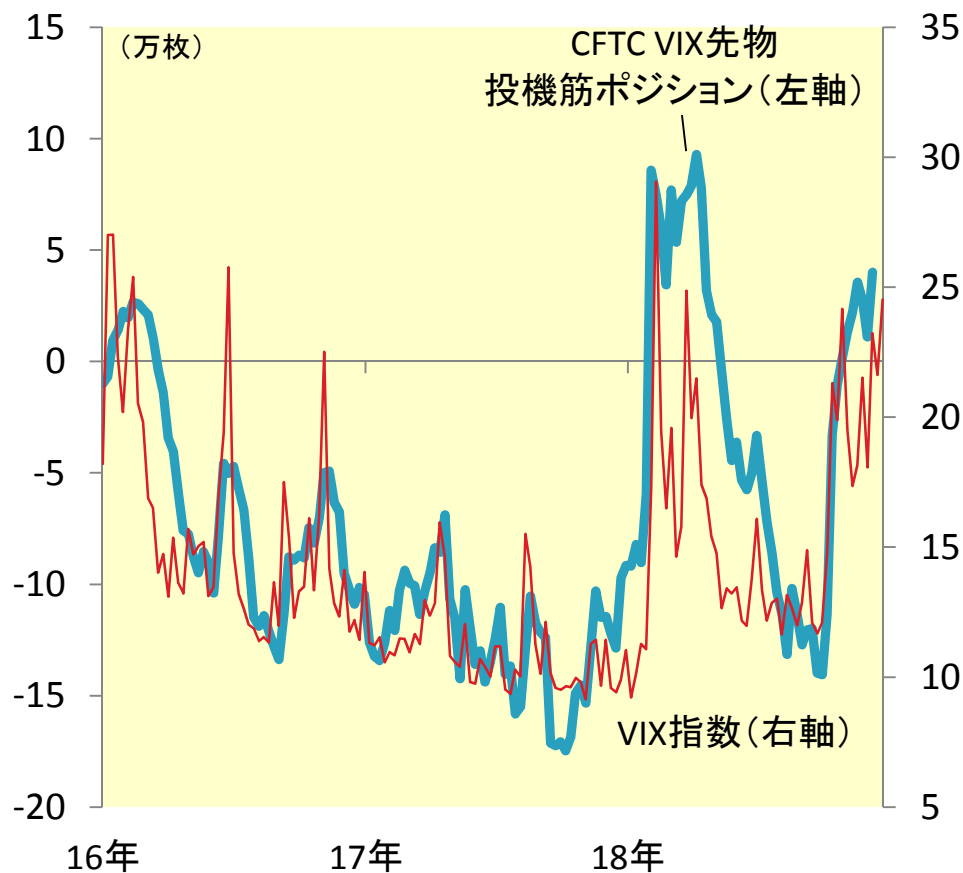
日米欧中の株価指数推移 (17年末=100)



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、12月17日まで

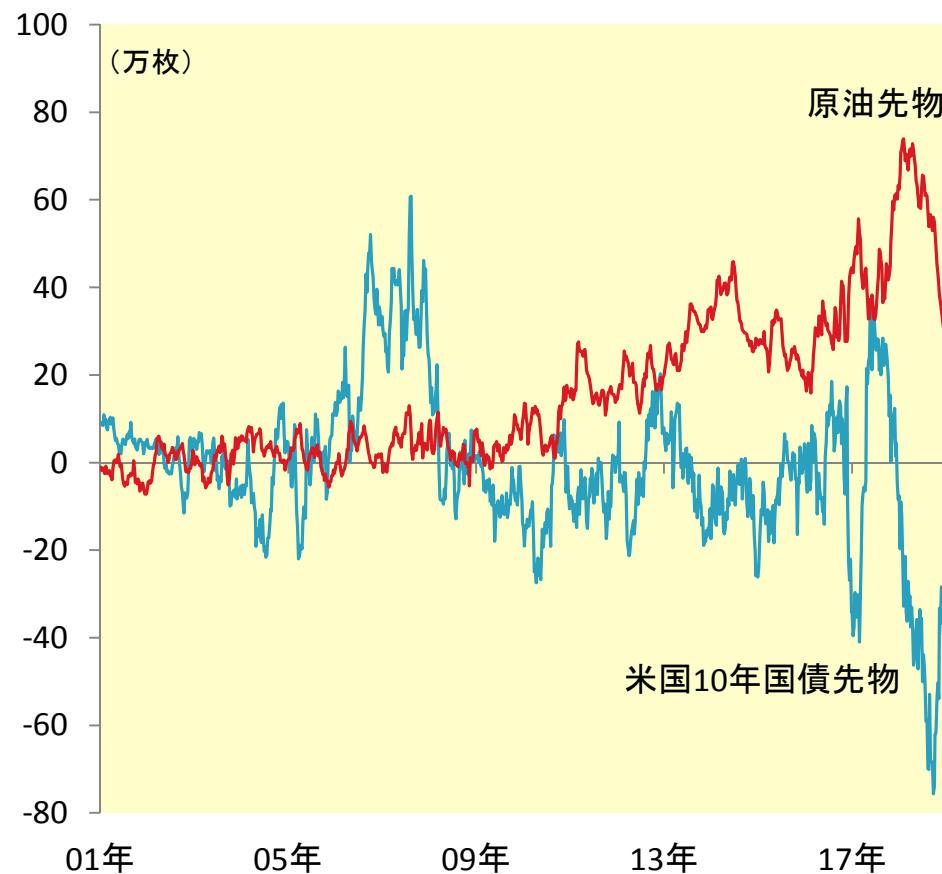
VIX主導の株価下落の動きはひとまず一巡へ

CFTC VIX先物投機筋ポジションとVIX指数



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、週次ベース
投機筋ポジションは12月11日時点、VIX指数は12月17日まで

原油 & 米国10年国債先物の投機筋ポジション

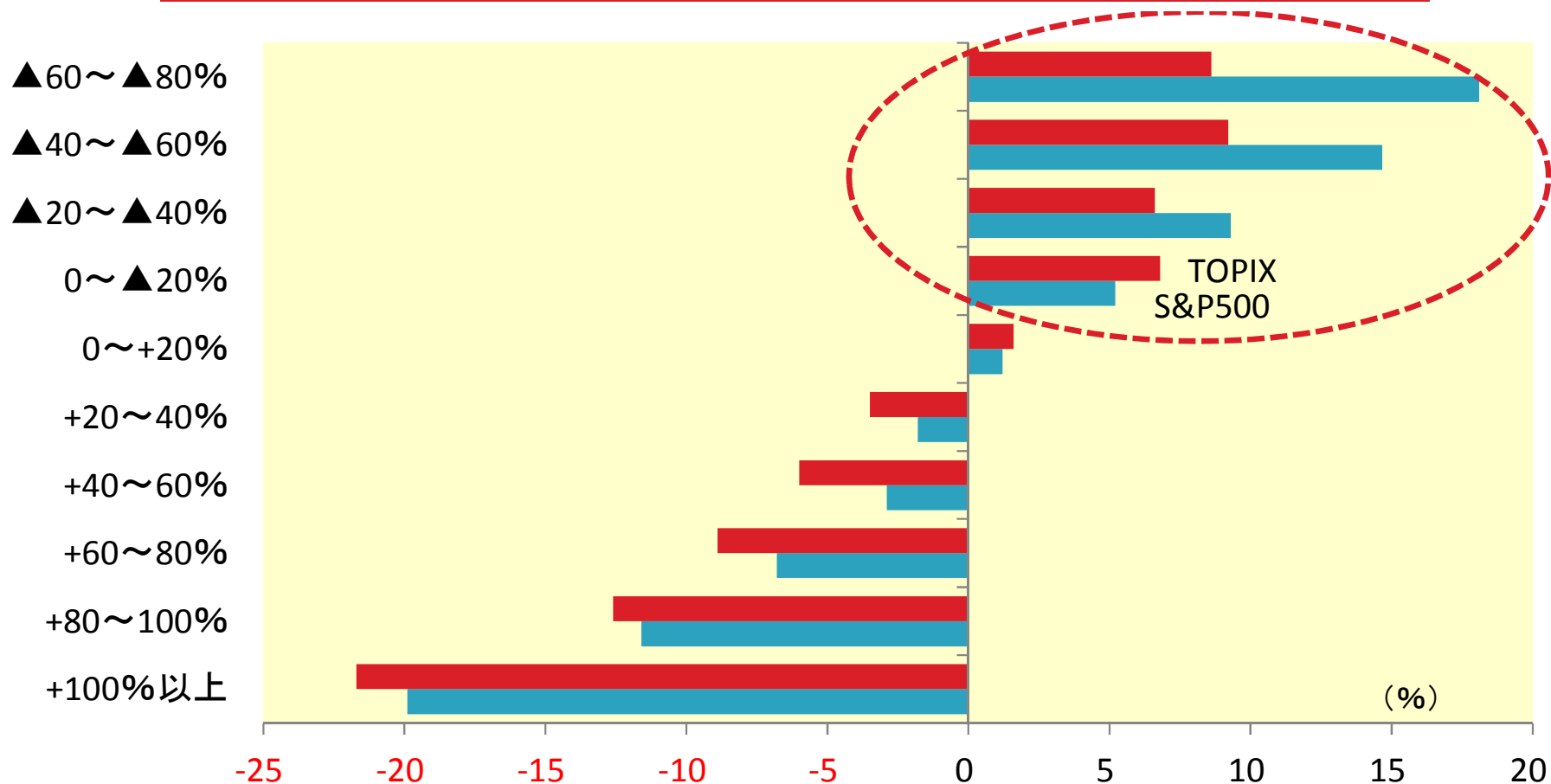


(出所)ブルームバーグより大和証券作成、12月11日時点

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

VIX指数の急騰局面は中期的な観点で買いの好機に

26週後のVIX指数変化率と株価騰落率（01年以降）

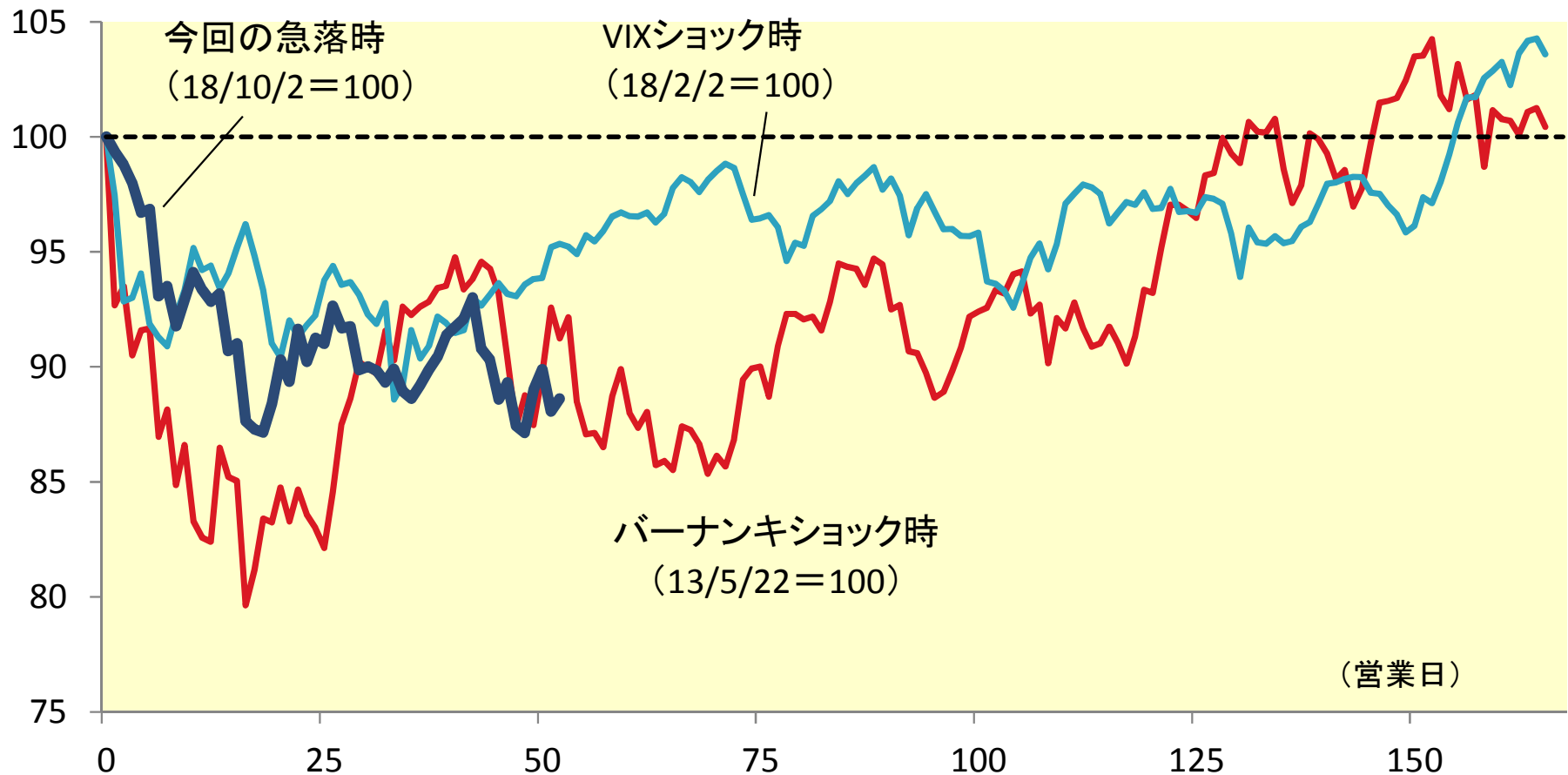


（出所）ブルームバーグより大和証券作成、縦軸がVIX指数変化率、横軸が騰落率

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

日本株の値幅調整は一巡した公算も

米長期金利上昇時の直近の株安局面（日経平均株価）

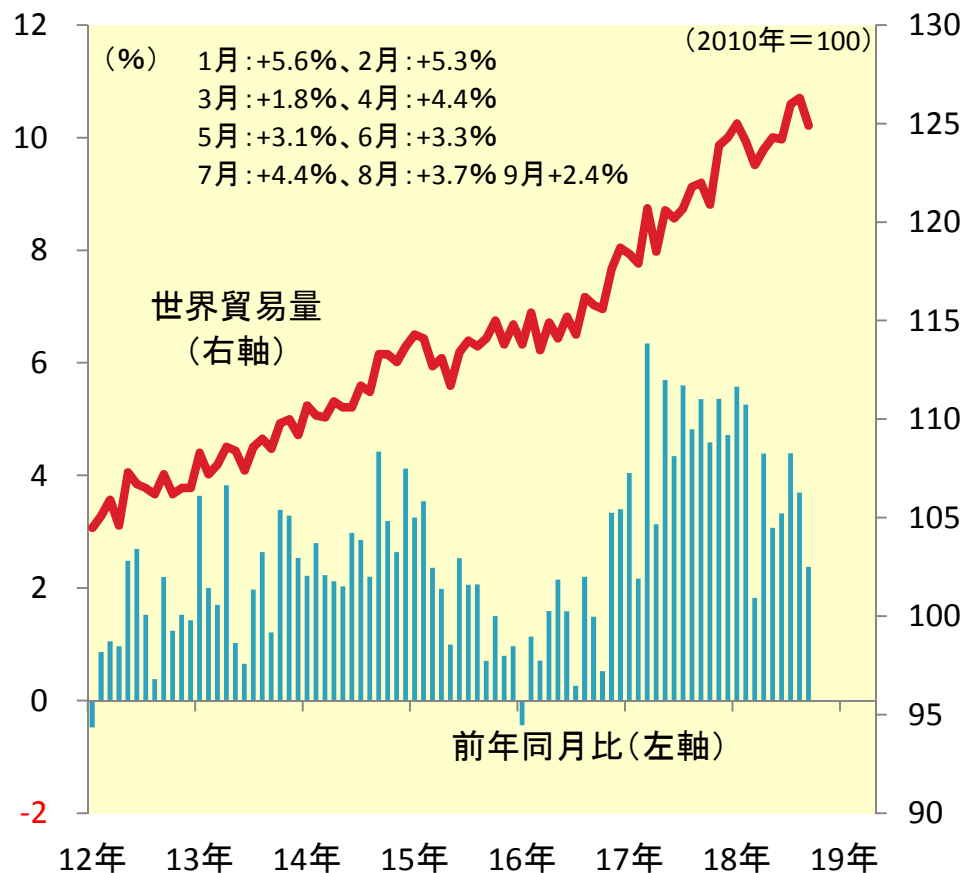


(出所)ブルームバーグより大和証券作成、直近は12/17まで

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

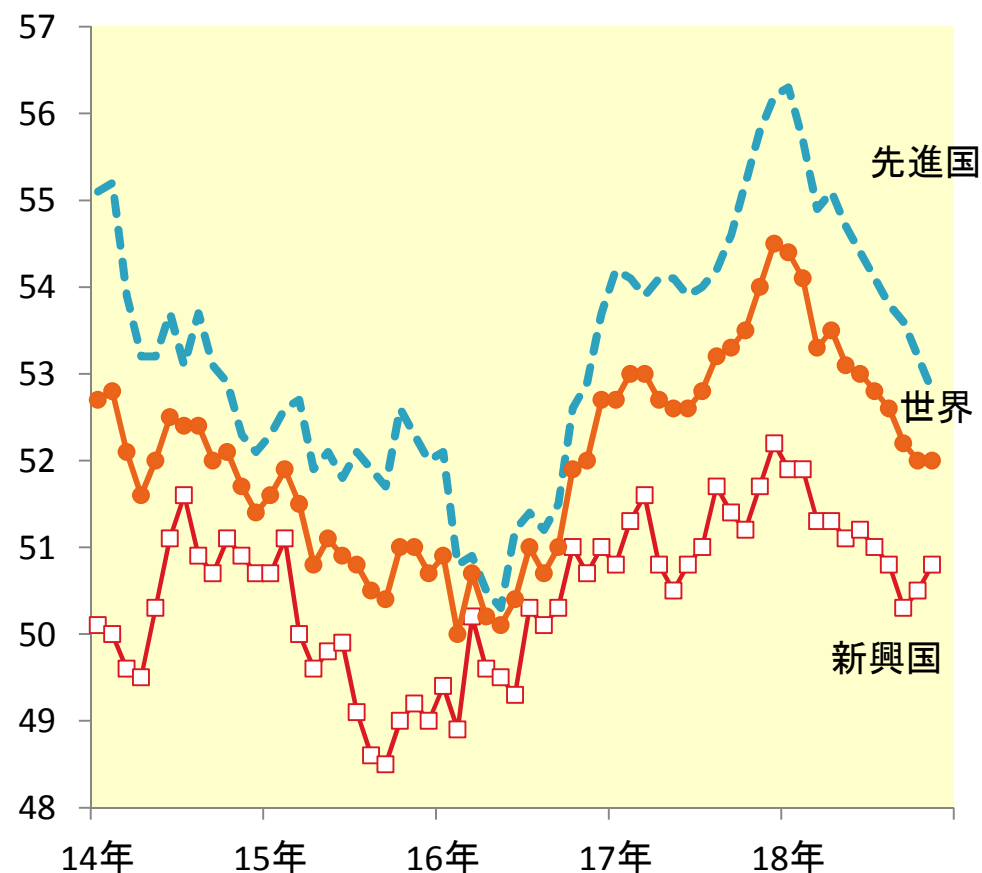
景気指標は好悪まちまち

世界貿易量と前年同月比



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、9月まで

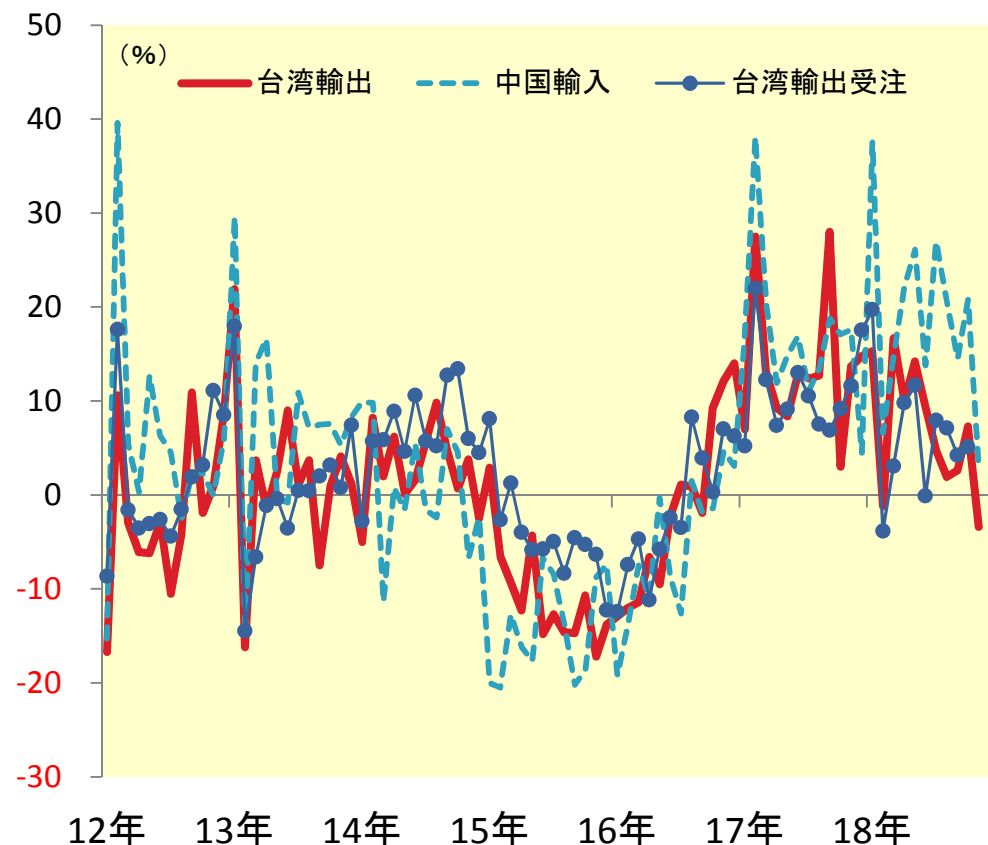
世界・先進国・新興国のPMI



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、11月まで

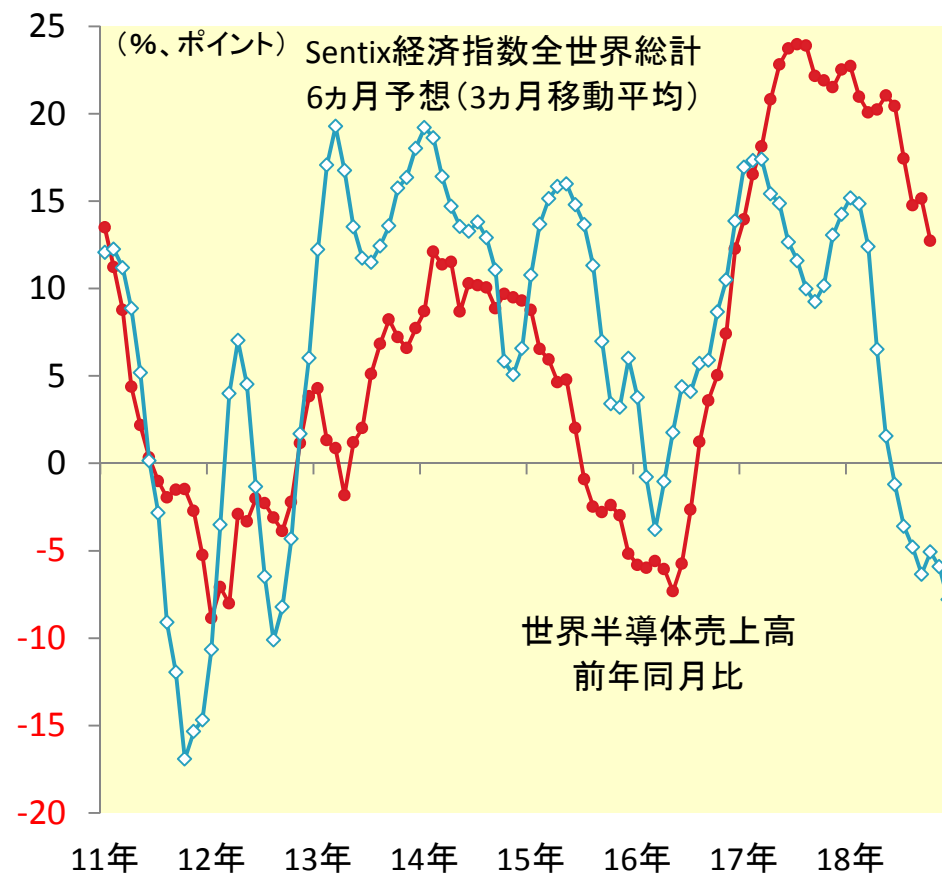
台湾の輸出の落ち込みが顕在化

台湾輸出・輸出受注・中国輸入



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、輸出受注は10月まで、そのほかは11月まで

Sentix世界景況感指数と半導体売上高

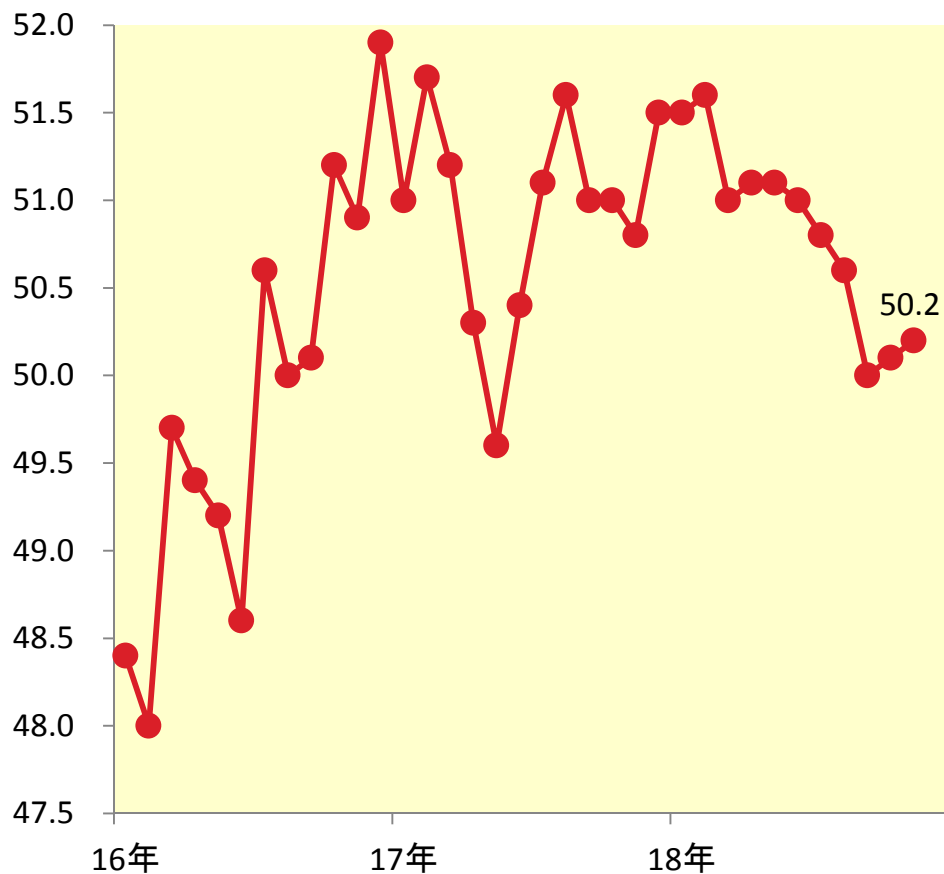


(出所)ブルームバーグより大和証券作成
※半導体売上高は10月、Sentixは12月まで

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

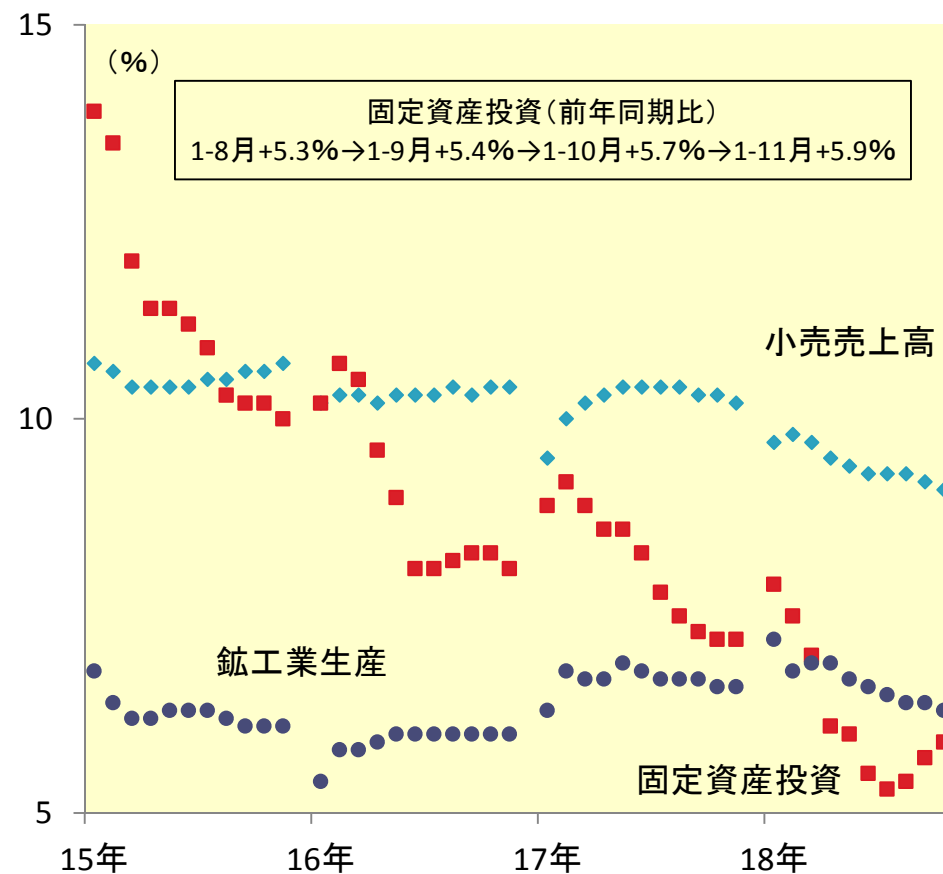
中国景気は底入れの兆しも

中国財新製造業PMI



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、11月まで

中国主要経済指標



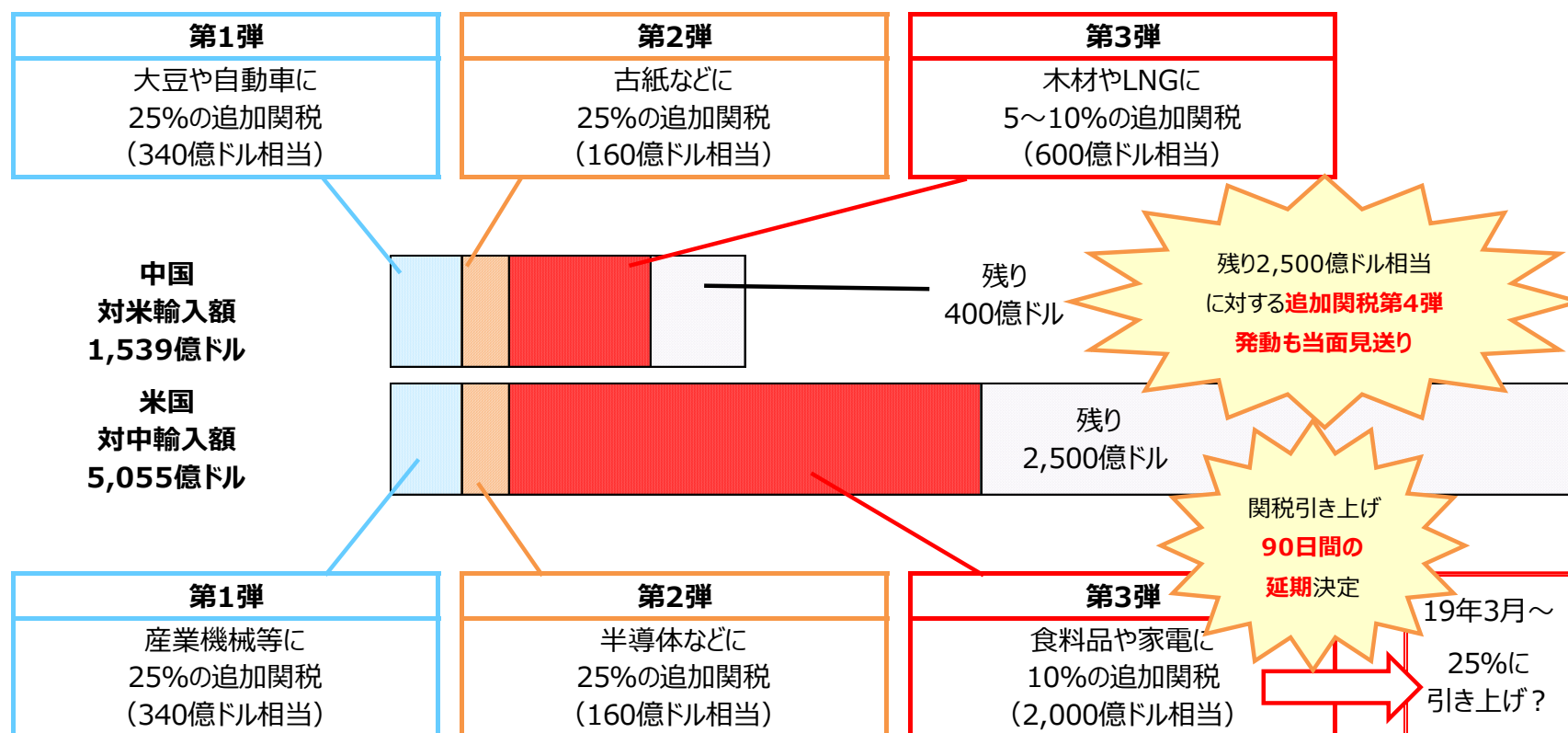
(出所)ブルームバーグより大和証券作成、11月まで ※中国は1月の統計を発表しないため、統計はいずれも年始以降の累計値の伸び率

米中貿易戦争は一時休戦へ

米中首脳会談で、来年の関税引上げ時期の延期が決定

- 米国の対中追加関税第三弾の関税率の引き上げ（10%→25%）時期の延期（1月→3月）が決定
- 貿易戦争の“一時休戦”で折り合ったとして、株式市場ではひとまずポジティブに受け止められた

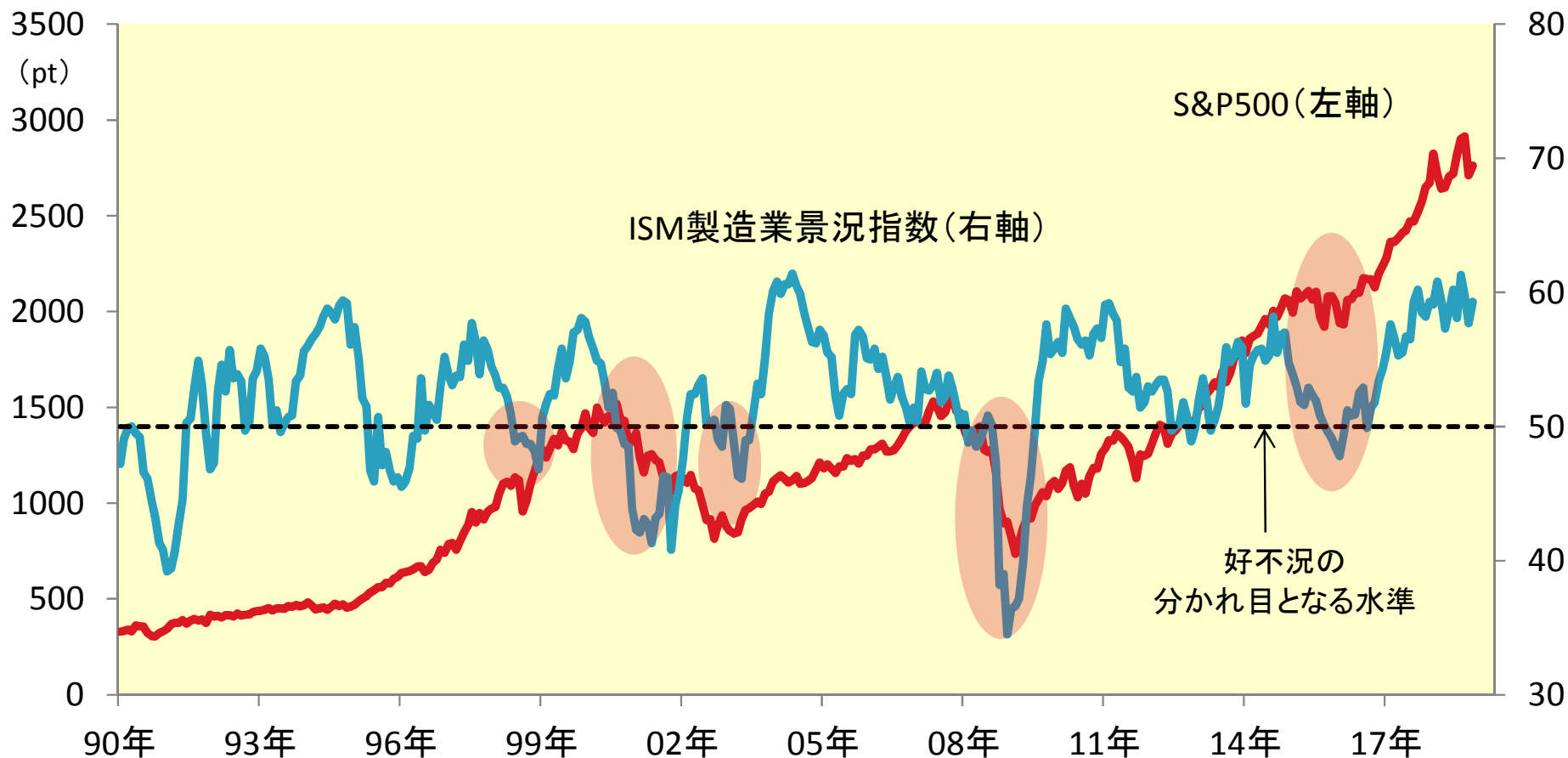
米中双方の追加関税の規模



（注）輸入額は2017年の金額。（出所）日経新聞、各国統計より大和証券作成

米長期金利上昇よりも株価にとっては景況感が重要

ISM製造業景況指数とS&P500

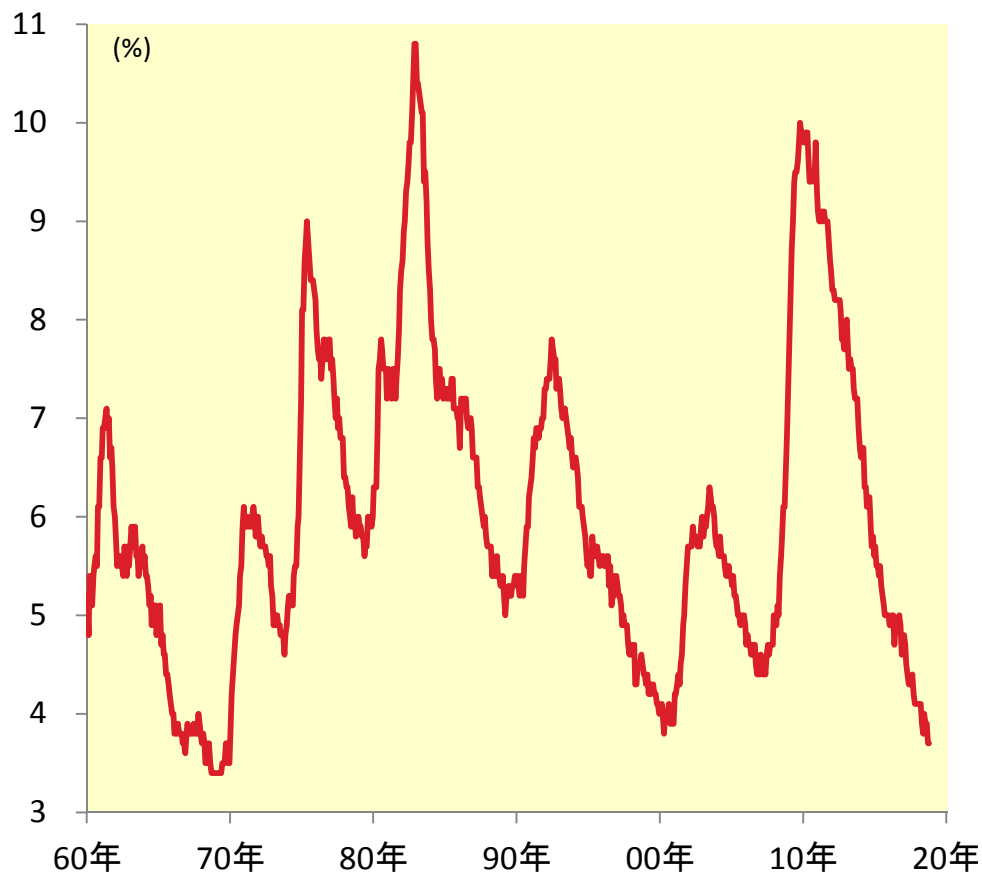


(出所)ブルームバーグより大和証券作成、ISM製造業景況指数は11月まで、S&P500は11月30日まで

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

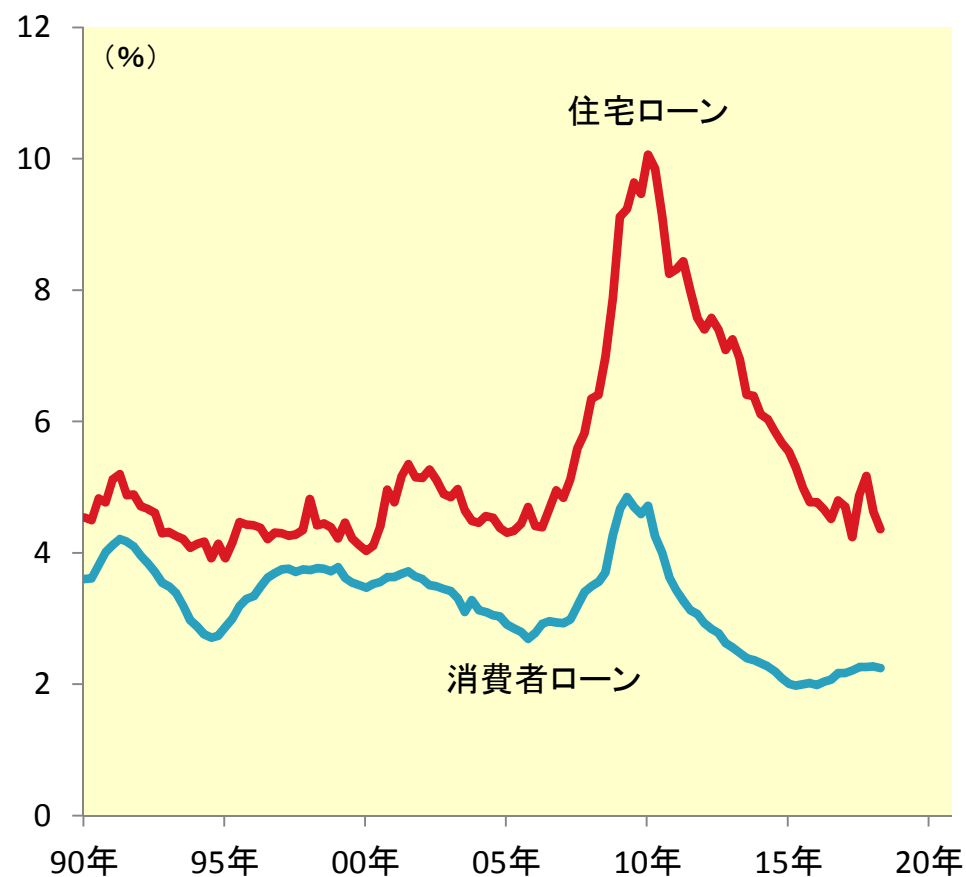
米国は良好な雇用環境を背景に金利上昇への耐性がついている

米失業率の推移



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、11月まで

住宅ローン・消費者ローン延滞率

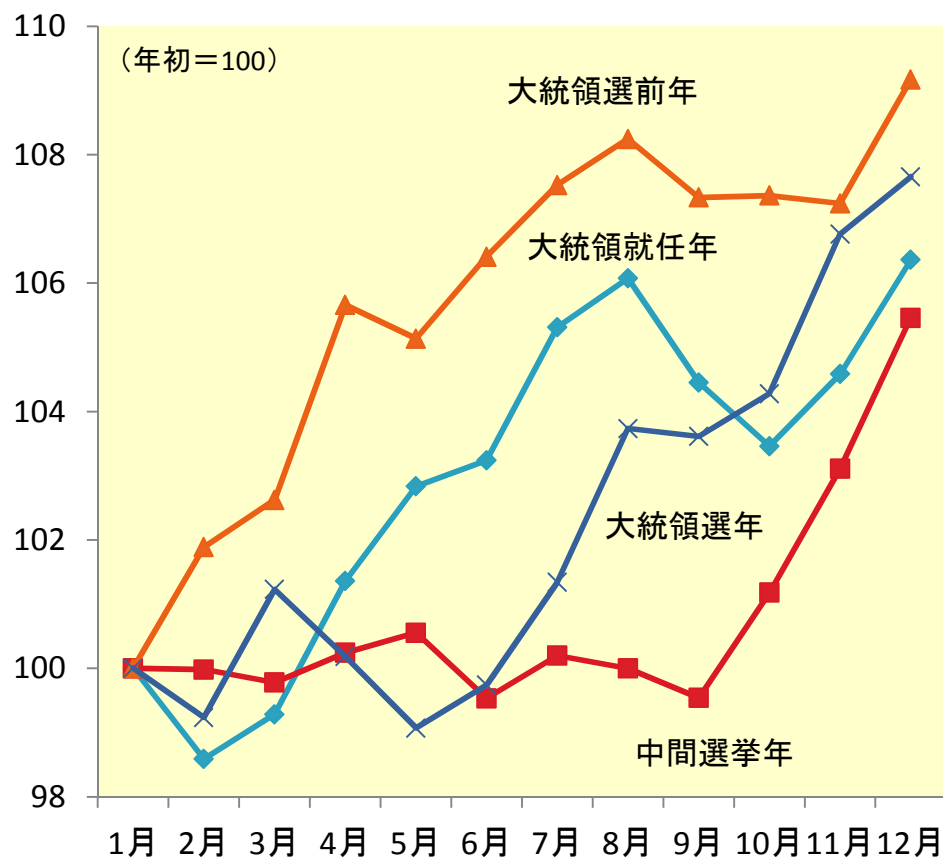


(出所)ブルームバーグより大和証券作成、6月まで

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

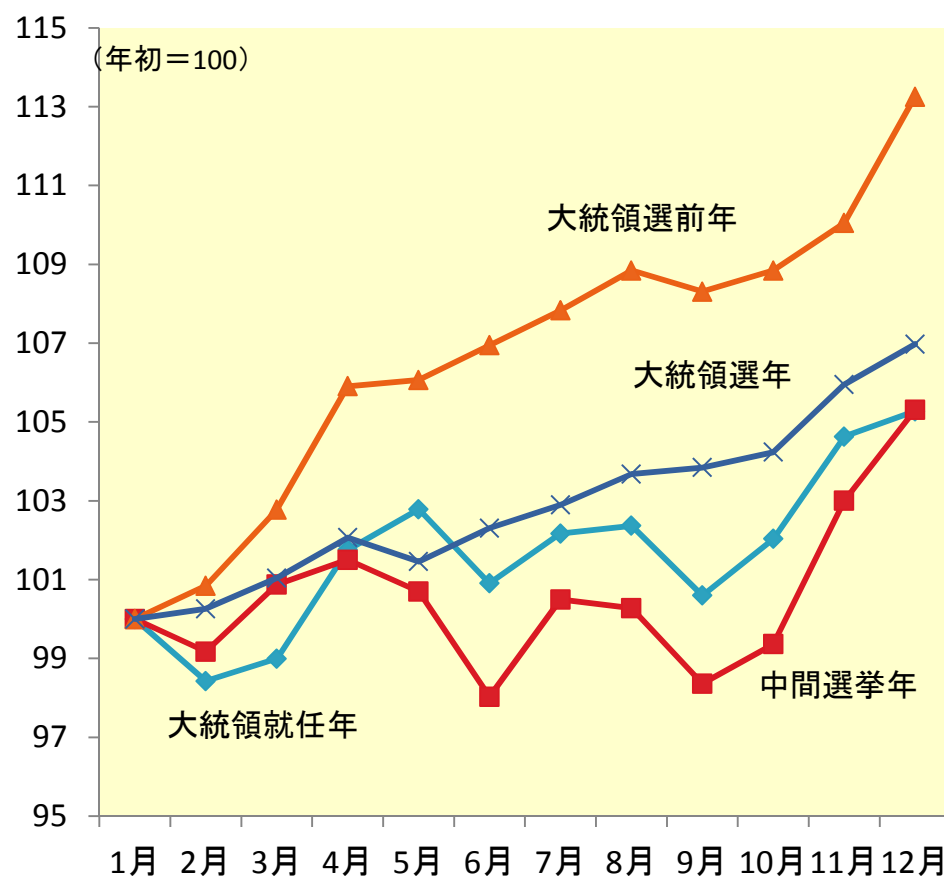
大統領選の前年に株価は上昇する傾向が強い

米国選挙とNYダウ（1897年～）



(出所)ブルームバーグより大和証券作成

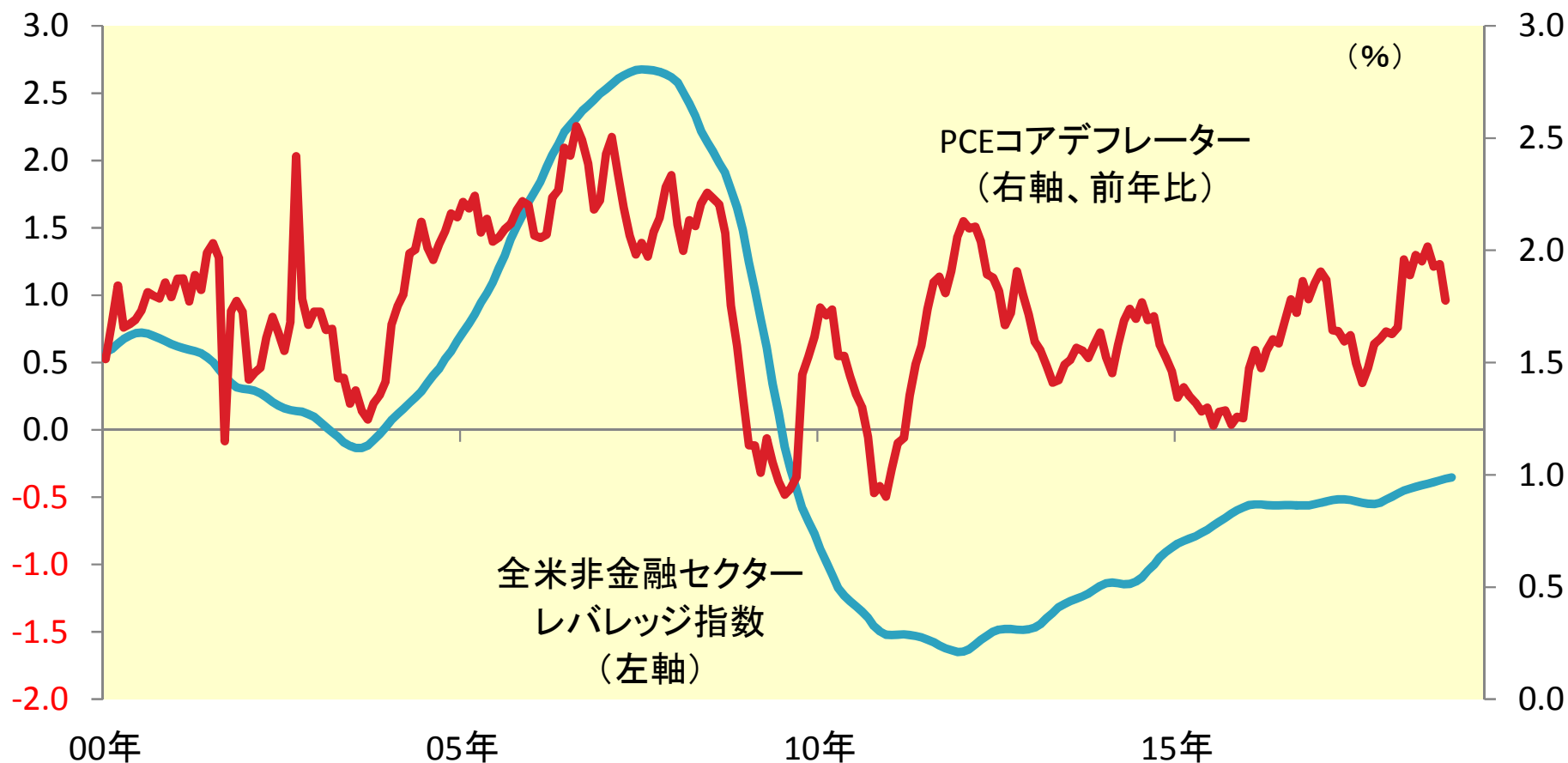
米大統領任期1期目のNYダウ（1945年～）



(出所)ブルームバーグより大和証券作成

インフレ率の落ち着きや低レバレッジ継続はFRBの選択余地広げる

PCEコアデフレーターと全米非金融セクターレバレッジ指数

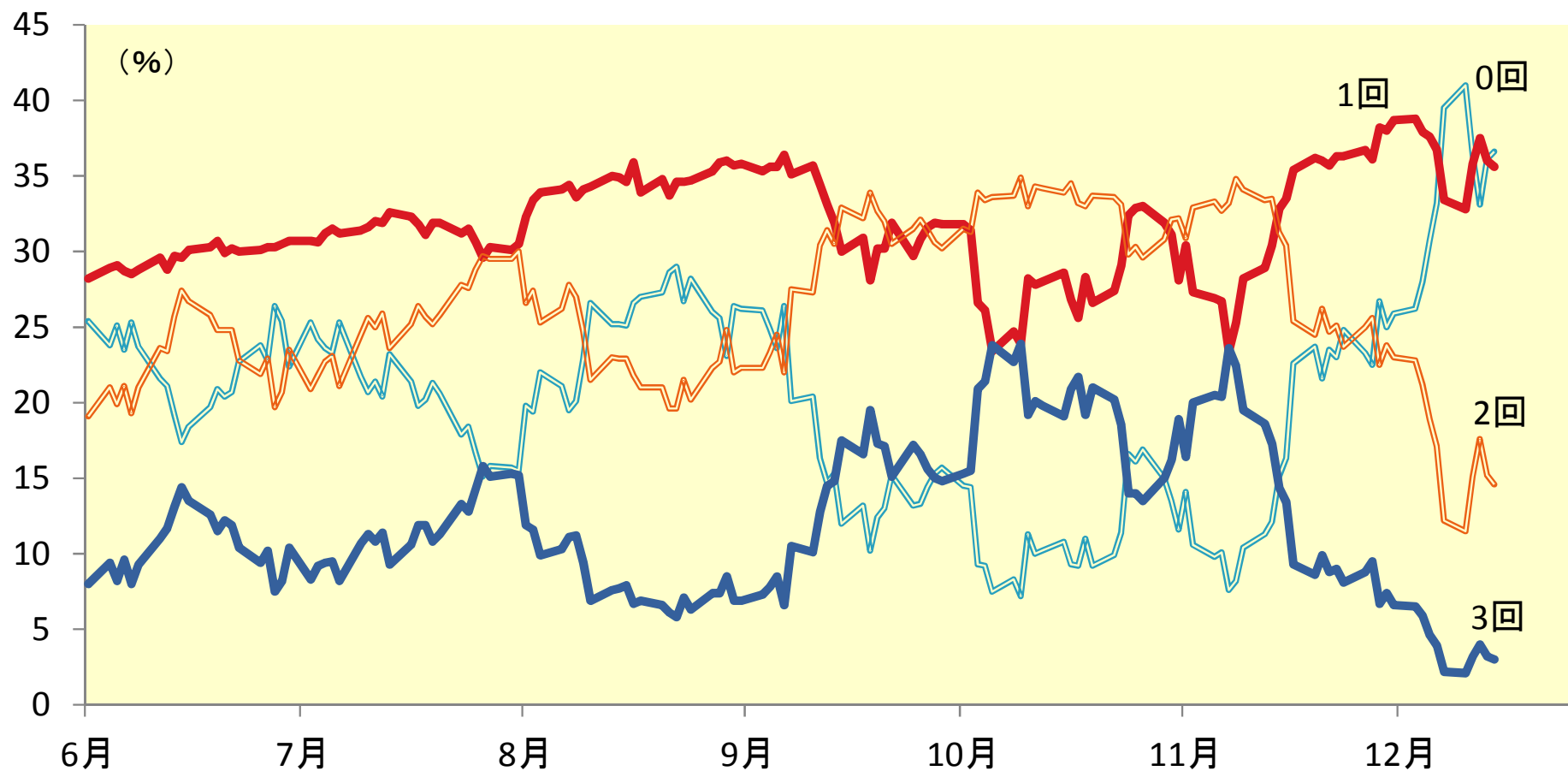


(出所)ブルームバーグより大和証券作成、コアデフレーターは10月まで、レバレッジ指数は11月まで ※全期間平均=0

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

2019年の利上げ見通しは低下基調に

19年利上げ回数予想（FFレート先物）



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、12/14まで ※18年内に0.25%の利上げを前提としている

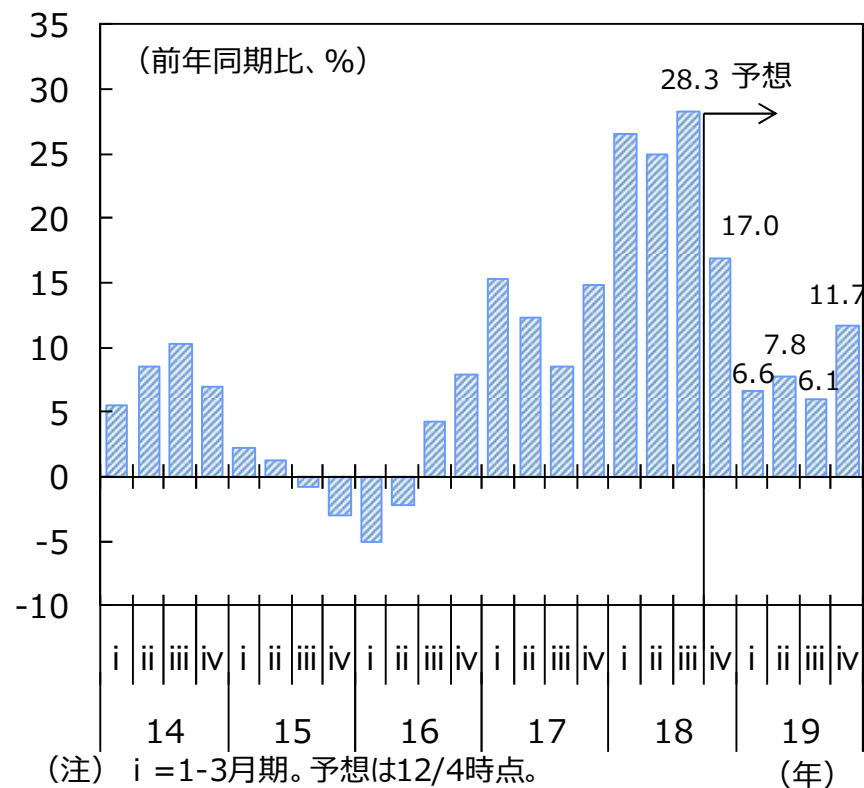
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

米企業業績の上方修正のカギはテクノロジーセクターが握る

慎重な2019年の業績見通し。保守的なテクノロジーセクターが一因か!?

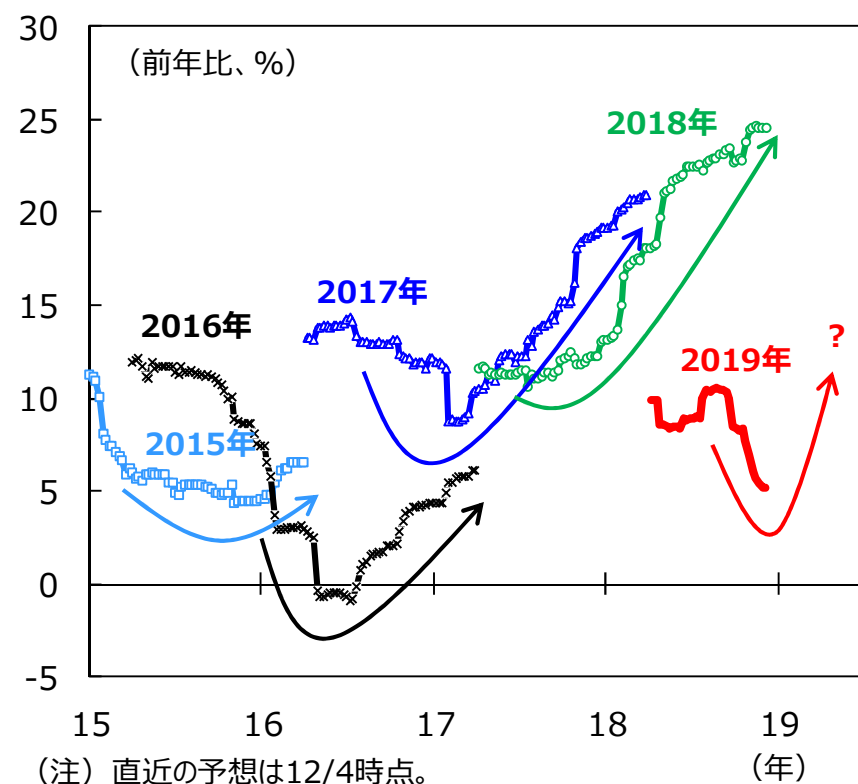
- 2019年の米企業の業績は好調な2018年から一転。減税効果の剥落もあり、増益率は1桁台に低下すると見込まれている
- 経験則によると、近年、テクノロジーセクターの増益率は時間が進むにつれて上方修正される傾向がある。米国市場の主力である同セクターが上方修正されることで、全体の増益率も上振れしていく可能性も

S&P500の実績・予想EPS増益率の推移



(出所) リフィニティブより大和証券作成

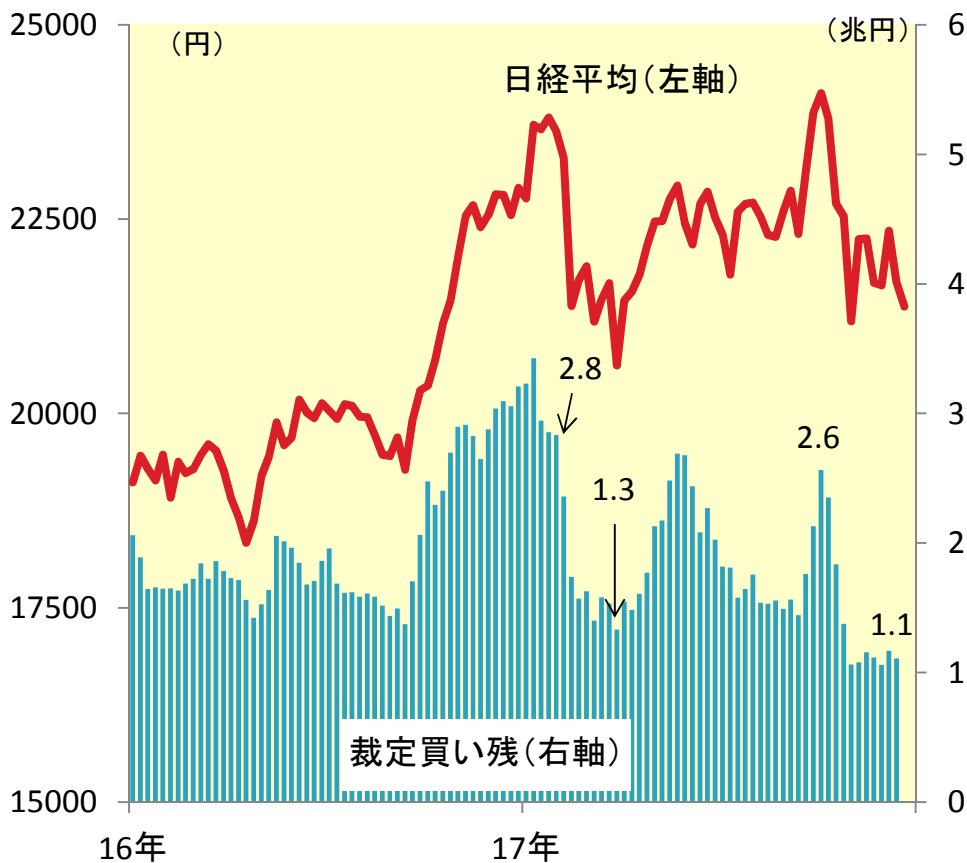
テクノロジーセクターの年別予想増益率の推移



(出所) リフィニティブより大和証券作成

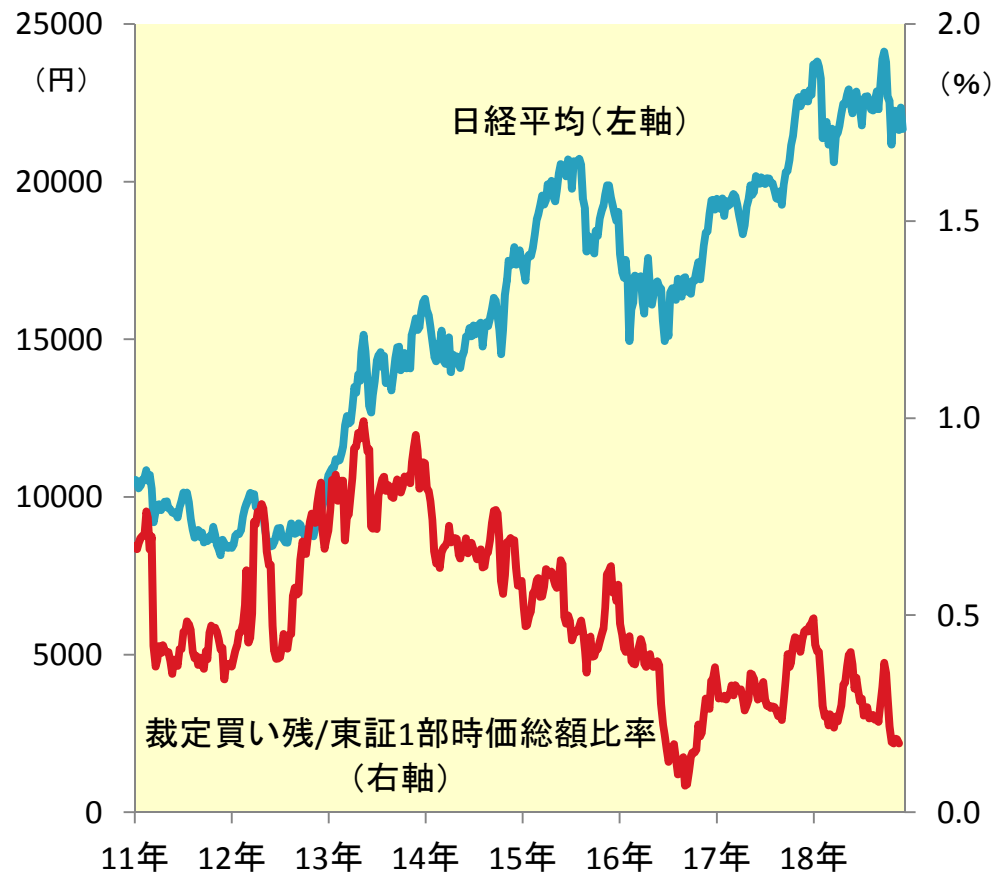
裁定解消の動きは峠を越した可能性

裁定買い残と日経平均



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、
日経平均12月14日まで、裁定買い残は12月7日時点

裁定買い残/東証1部時価総額比率と日経平均

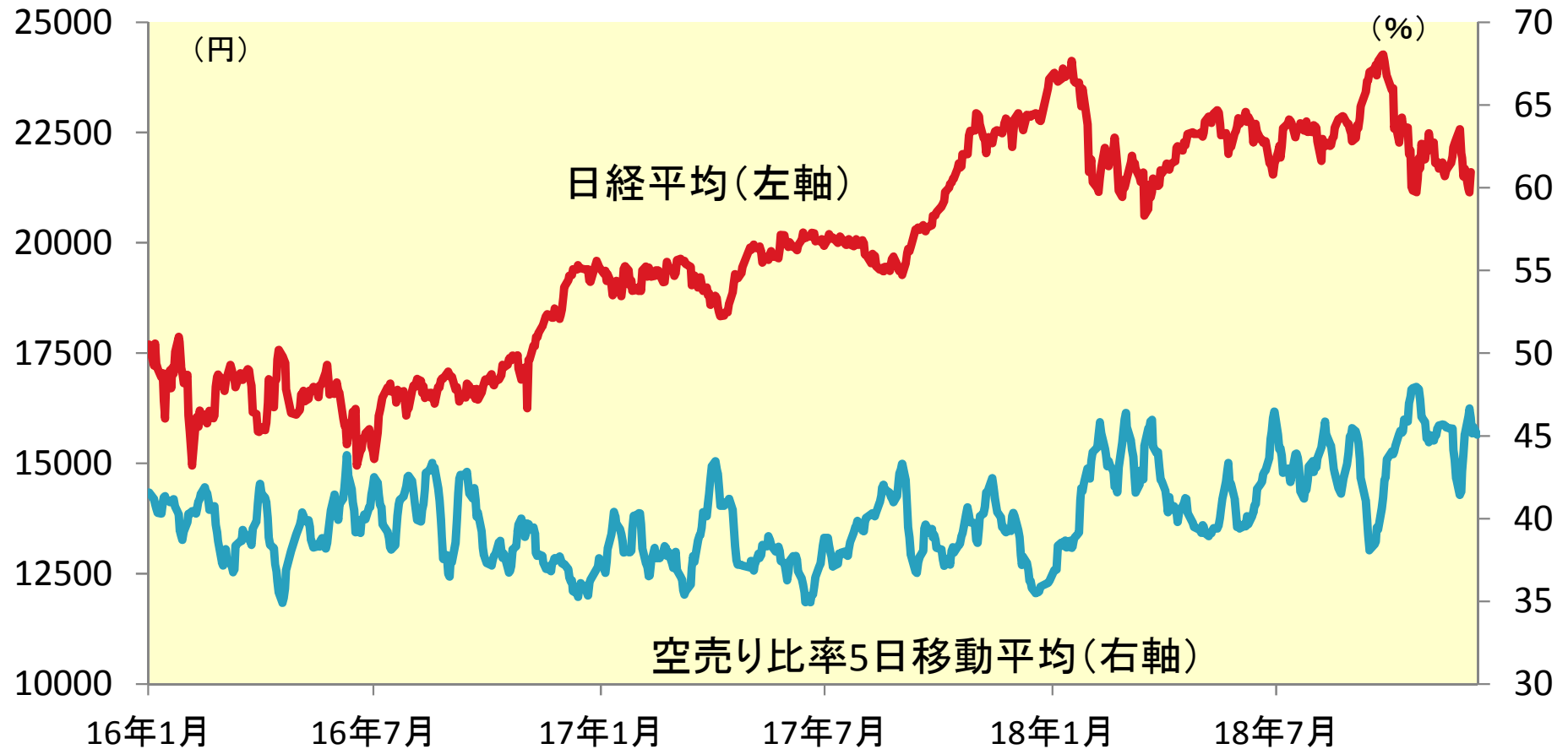


(出所)ブルームバーグより大和証券作成、
日経平均は12月14日まで、裁定買い残比率は12月7日時点

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

空売りの買い戻しが指数をサポート

日経平均株価と空売り比率5日移動平均

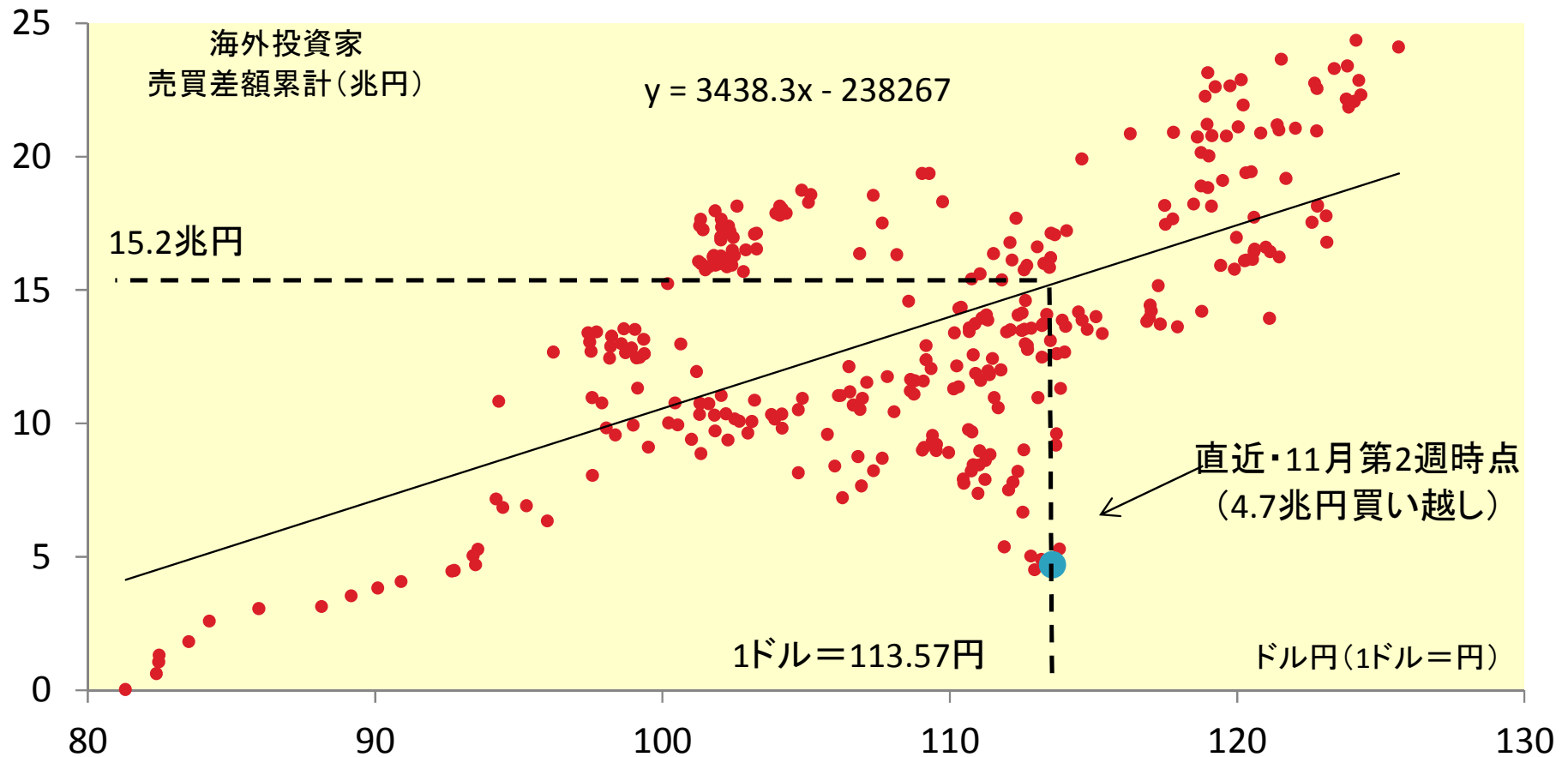


(出所)ブルームバーグより大和証券作成、12/17まで

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

為替との関係からいくと海外勢の日本株ポジションは低水準

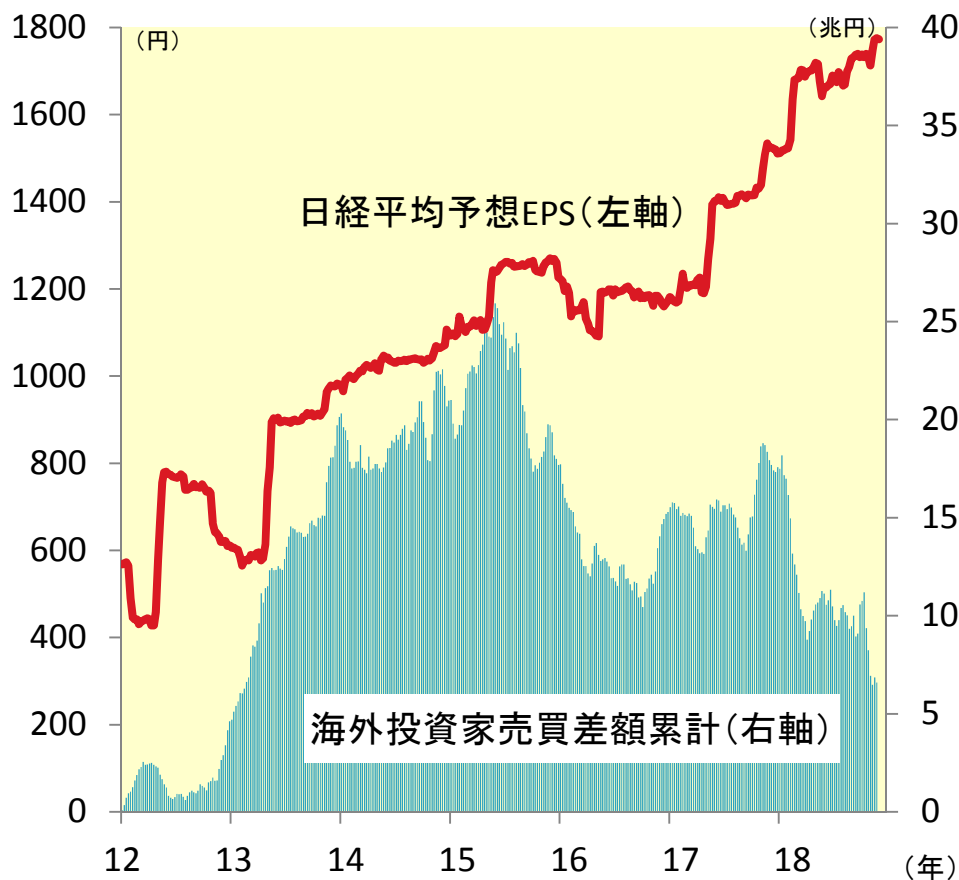
アベノミクス相場開始以降のドル円と海外投資家売買差額累計の関係



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、18年11月第4週まで。アベノミクス相場が始まった12年11月16日の週を基点とした

業績面からみて日本株の割安感が強まっている

日経平均予想EPSと海外投資家売買差額累計



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、
日経平均予想EPSは11月22日、売買差額累計は11月第2週まで

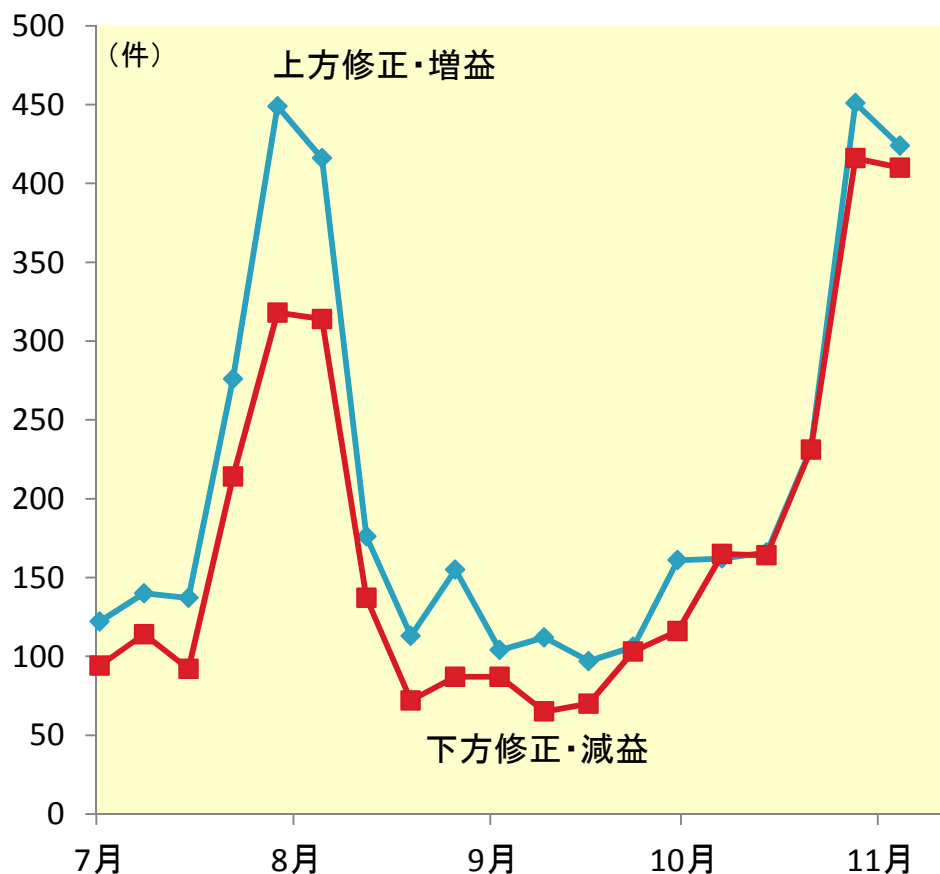
日経平均と日経平均予想PER



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、12月7日まで

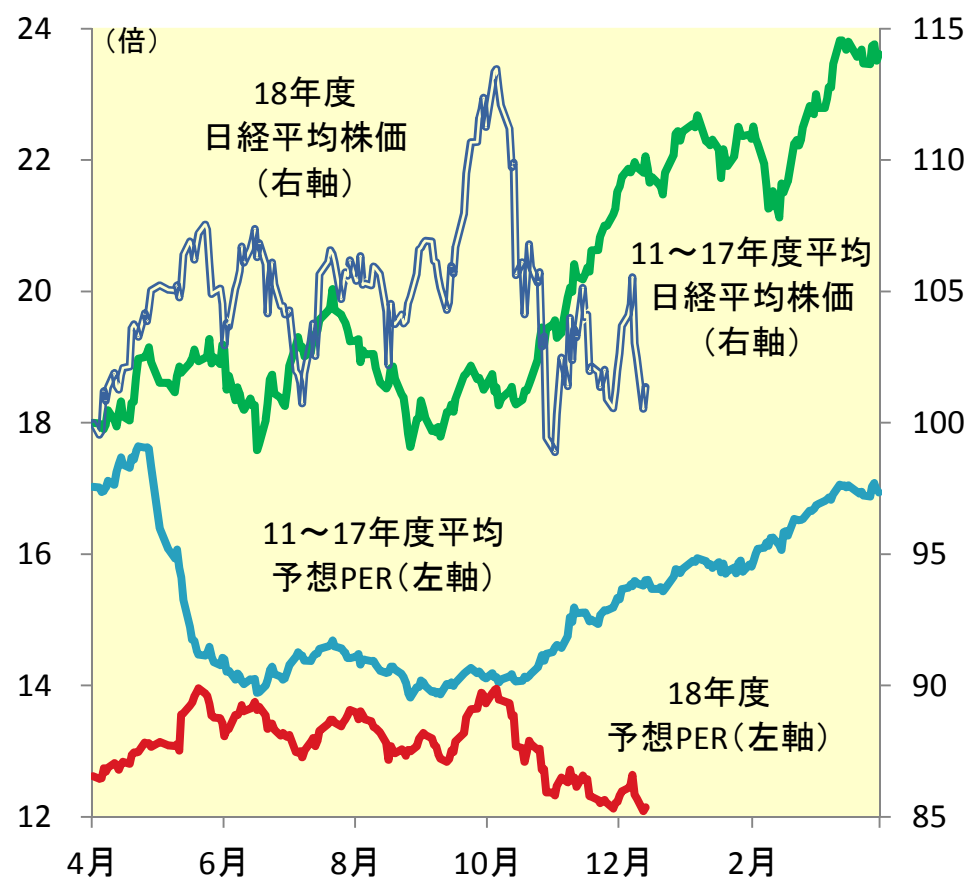
過度な業績下振れ懸念が和らぐかが焦点

業績関連キーワード記事事件数の推移(週次)



(出所) 日経テレコンより大和証券作成、11/10まで。上方修正(下方修正)・増益(減益)のいずれかのキーワードを含む記事事件数を集計

日経平均株価 (4月初 = 100) と同予想PER

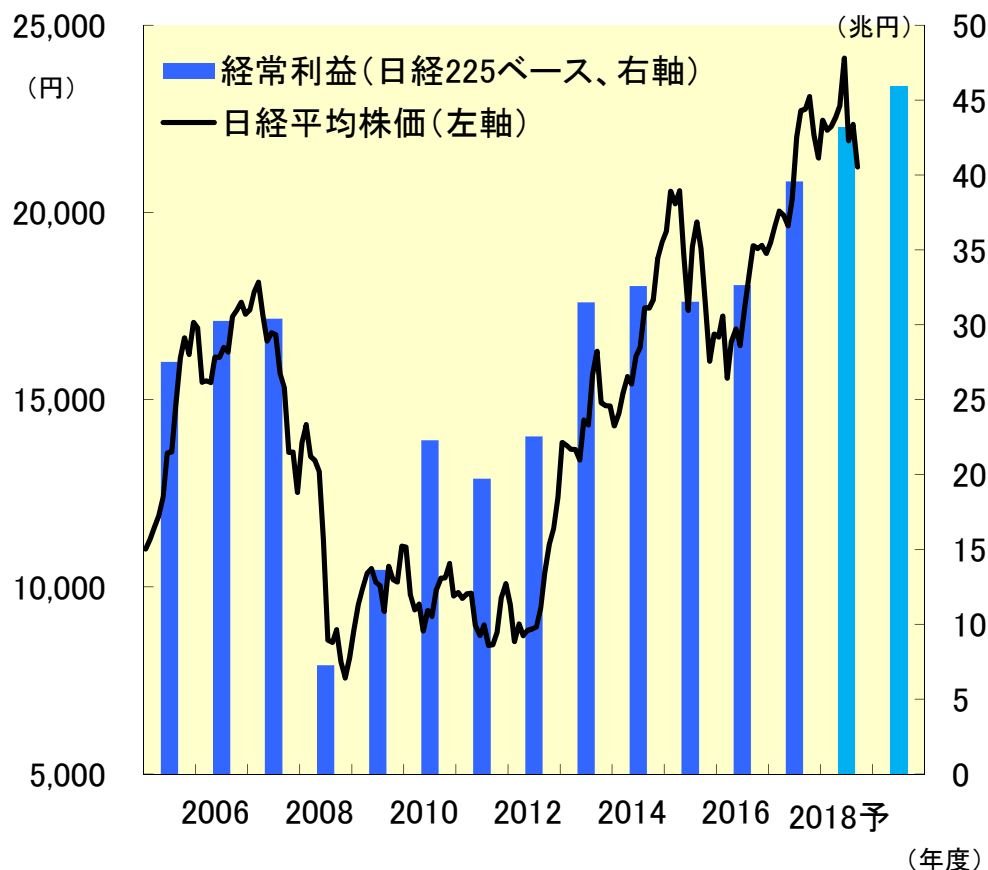


(出所) ブルームバーグより大和証券作成、12/7まで

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

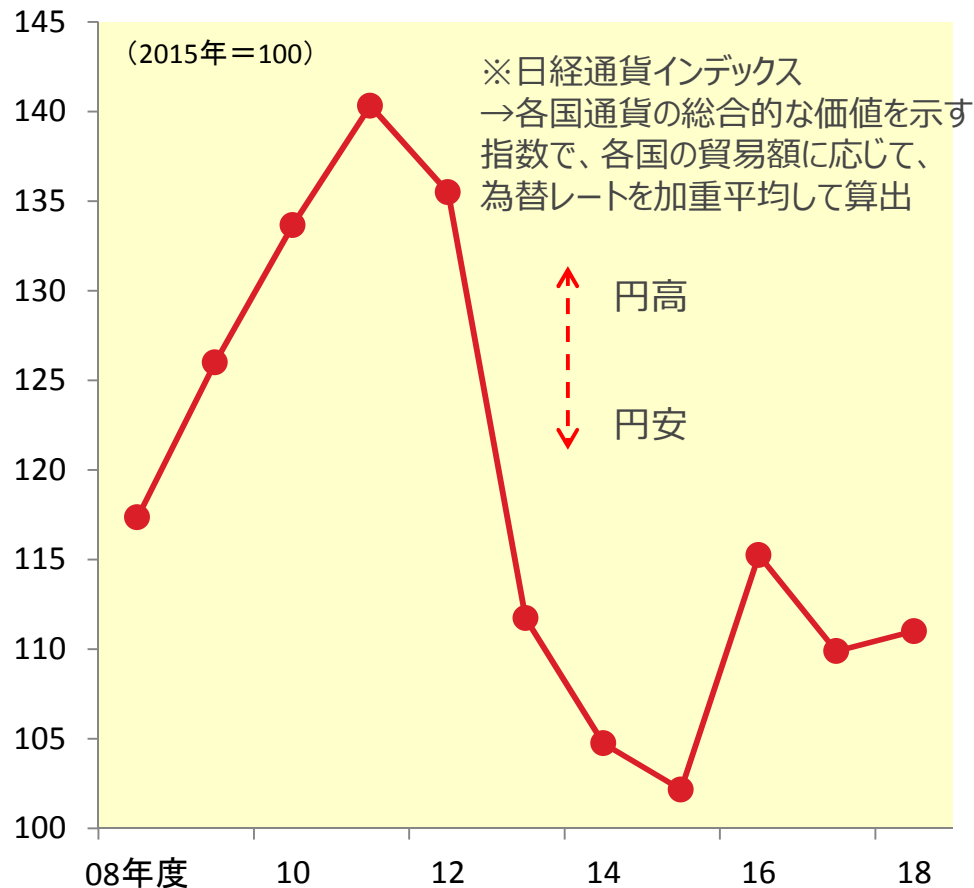
リーマンショック後（09年度以降）の減益は2回のみ

大和集計（日経225ベース）の経常利益と日経平均



(出所) 日経、東洋経済のデータをもとに大和証券作成。日経平均は12/10まで。※各年3月末時点の日経225をユニバースとした。なお、17年度の経常利益および増益率は18年2月末のユニバースで計算。経常利益予想は、大和210該当銘柄は大和予想、それ以外の銘柄は東洋経済予想を用いた

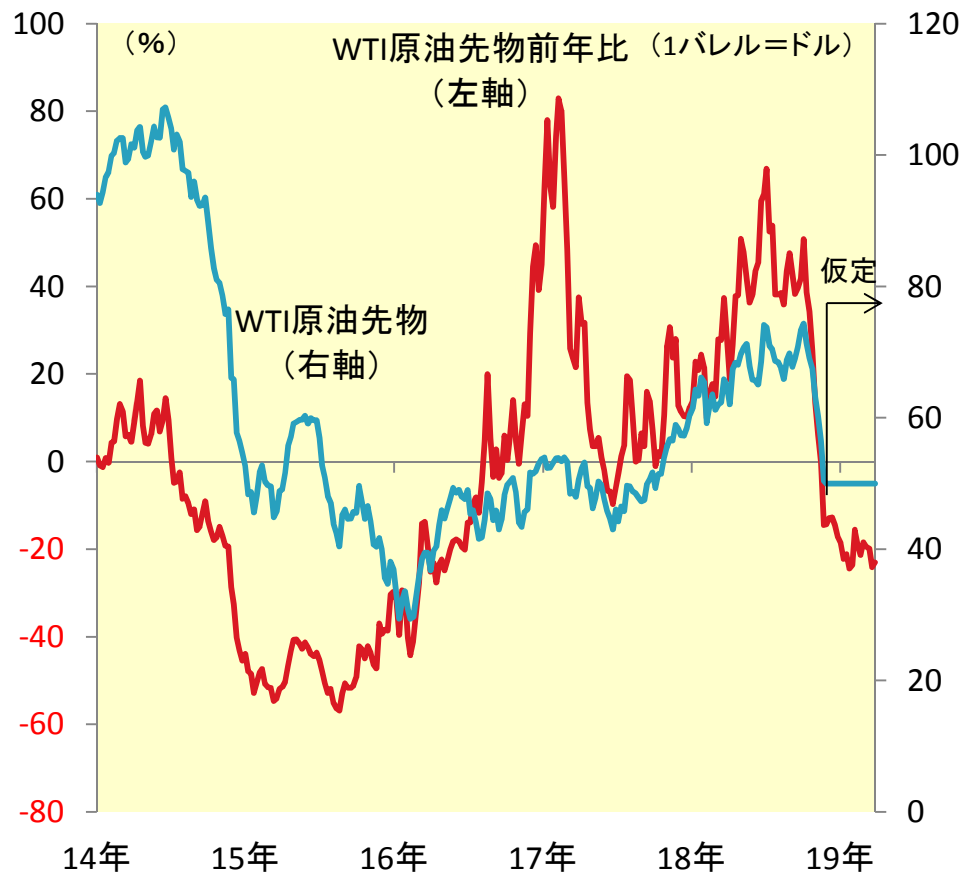
日経通貨インデックス(円、2015年基準)



(出所) ブルームバーグより大和証券作成、18年度は12/7まで

原油価格の下落は日本の企業業績にプラス

WTI原油先物と前年比



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、11/23まで実績値、
11/26の週以降は1バレル=50ドルで推移すると仮定

20%の原油価格上昇が企業収益（営業余剰）に与える影響

	金額 (10億円)	変化率 (%)
全産業	-1,557	-1.9
製造業	-422	-3.9
飲食料品	-22	-0.6
パルプ・紙・紙加工品	-13	-3.4
化学	-205	-14.5
石油・石炭製品	39	26.2
窯業・土石製品	-21	-5.2
鉄鋼	-122	-25.8
非鉄金属	-7	-6.2
金属製品	-7	-2.2
一般機械	-11	-1.0
電気機械	-5	-1.6
情報通信機械	-2	-1.5
電子部品	-6	-7.1
輸送機械	-18	-2.3
精密機械	-1	-1.0
非製造業	-1,135	-1.5
農林水産業	-31	-0.9
鉱業	-6	-22.8
石炭・原油・天然ガス	13	125.0
再生资源回収・加工処理	-1	-5.7
建設	-93	-20.7
電力	-203	-24.8
卸売・小売	-140	-0.9
金融・保険	-8	-0.1
不動産	-8	-0.1
運輸	-212	-10.1
情報通信業	-21	-0.5

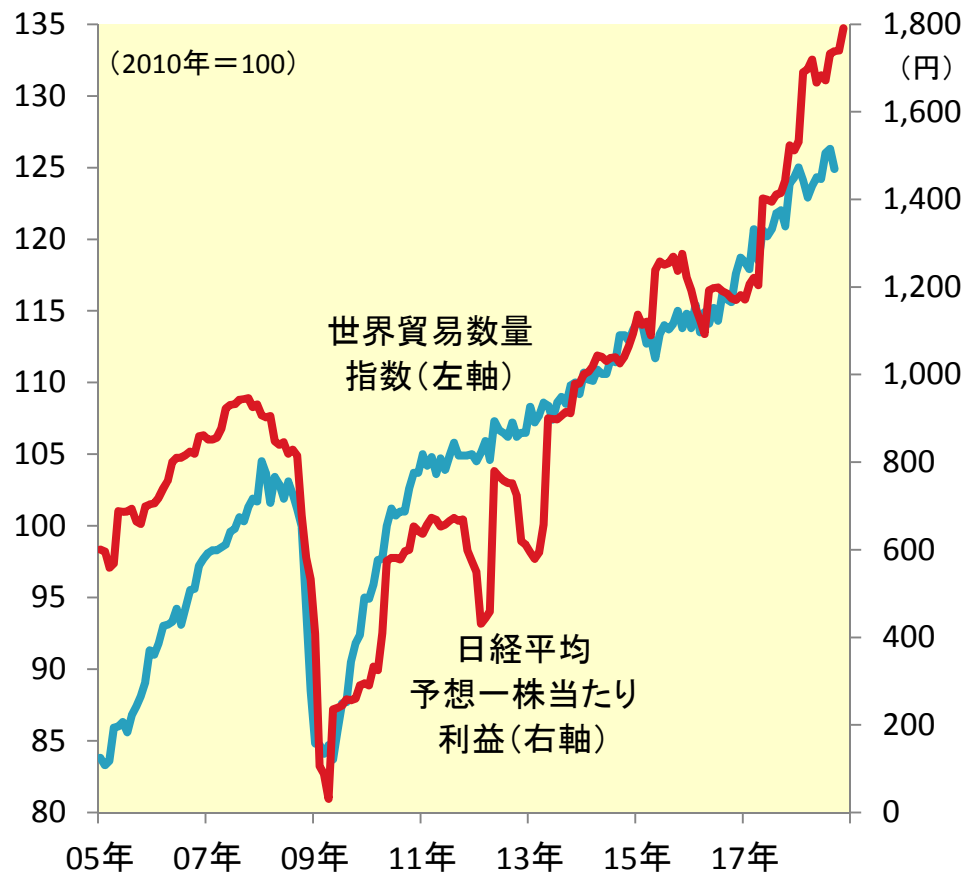
(注) 2011年の投入産出構造を基にした試算値。

(出所) 経済産業省、日本銀行統計より大和総研作成

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

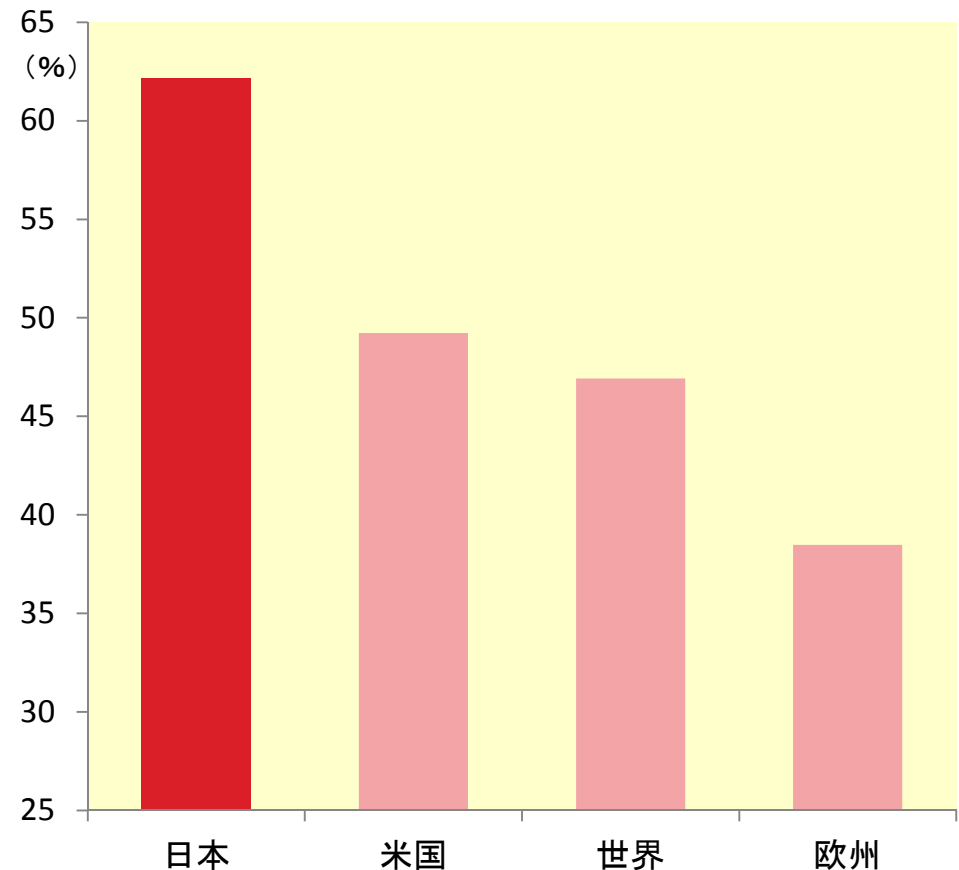
世界景気の動向が日本株にとって重要

世界貿易数量指数と日経平均予想EPS



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、貿易数量は9月
まで、一株当たり利益は11月末まで

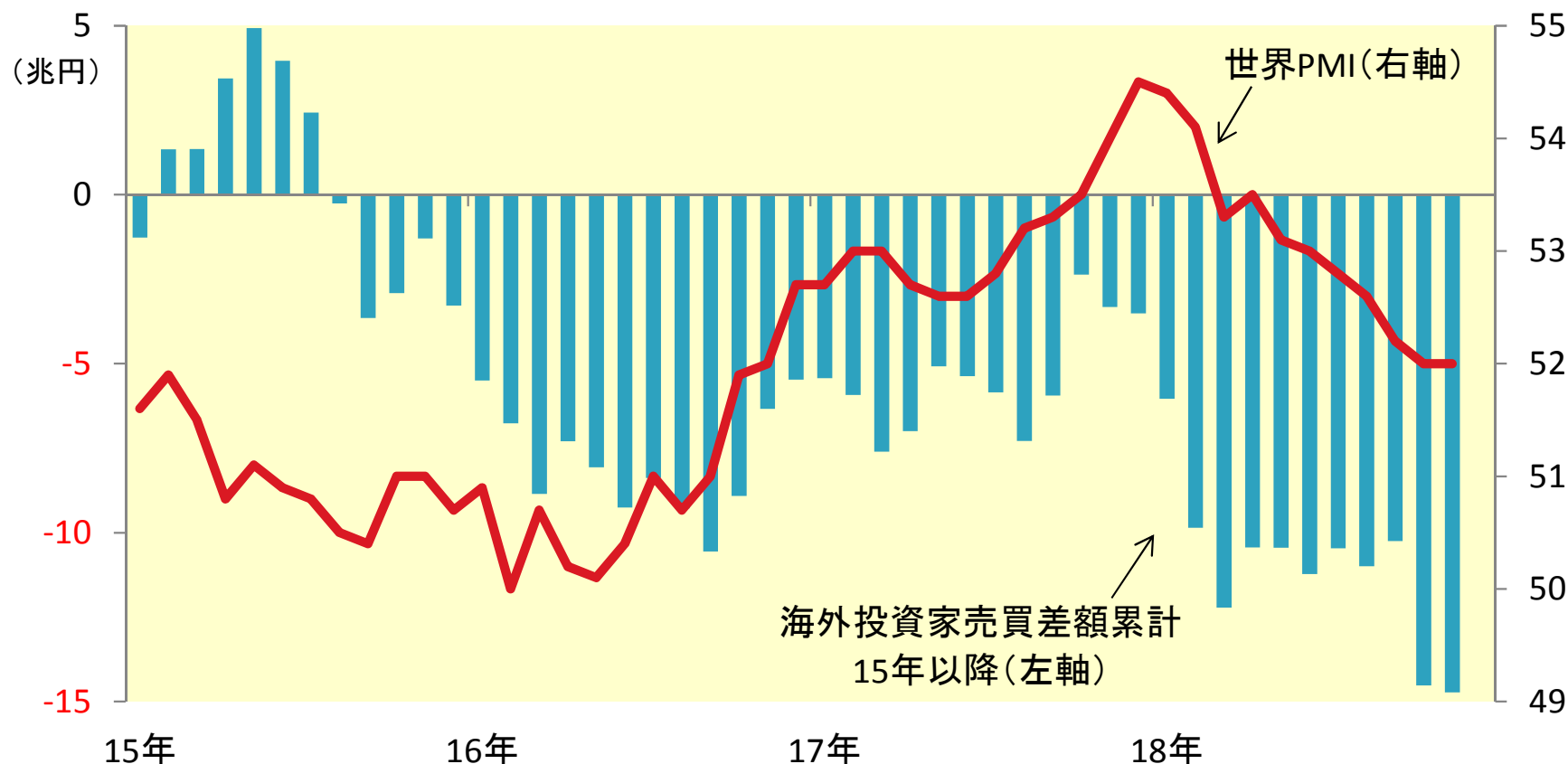
各国の景気敏感業種比率 (18年10月末時点)



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、日本:TOPIX、
米国:S&P500、世界:MSCI世界株指数、欧州:STOXX600

世界PMIが改善すれば海外勢の日本株見直し買いが進む公算も

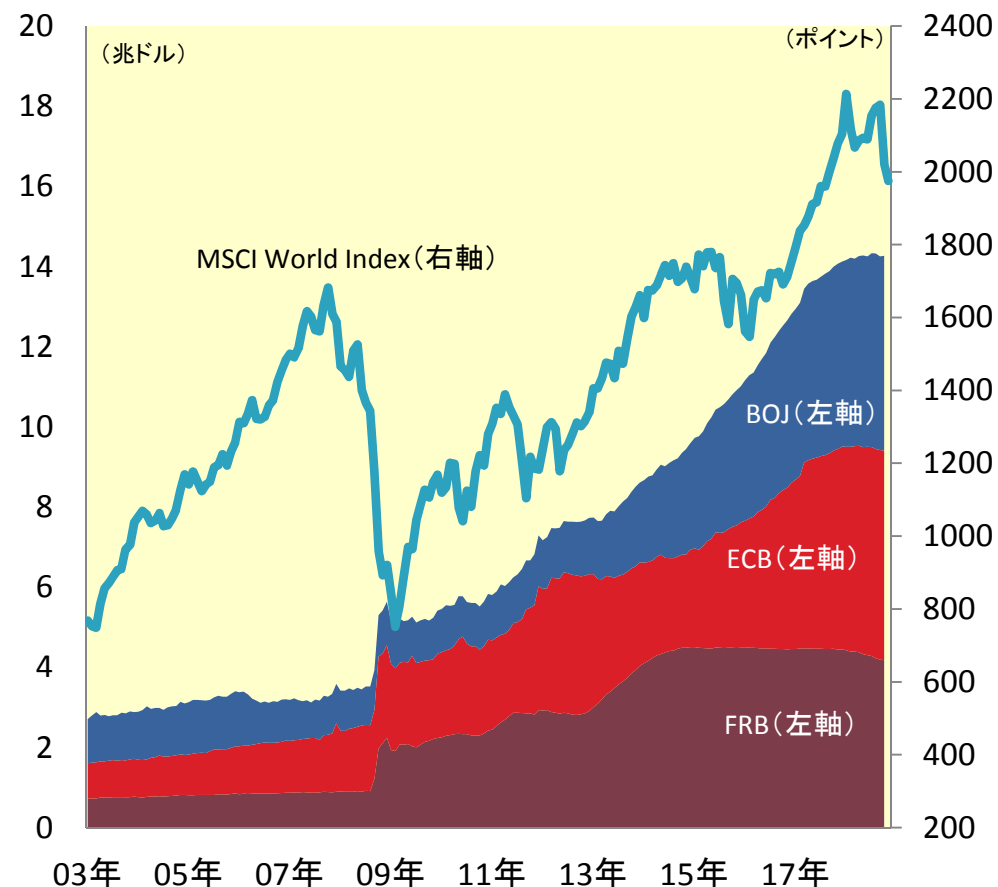
世界製造業PMIと海外投資家売買差額累計（現物・先物合算）



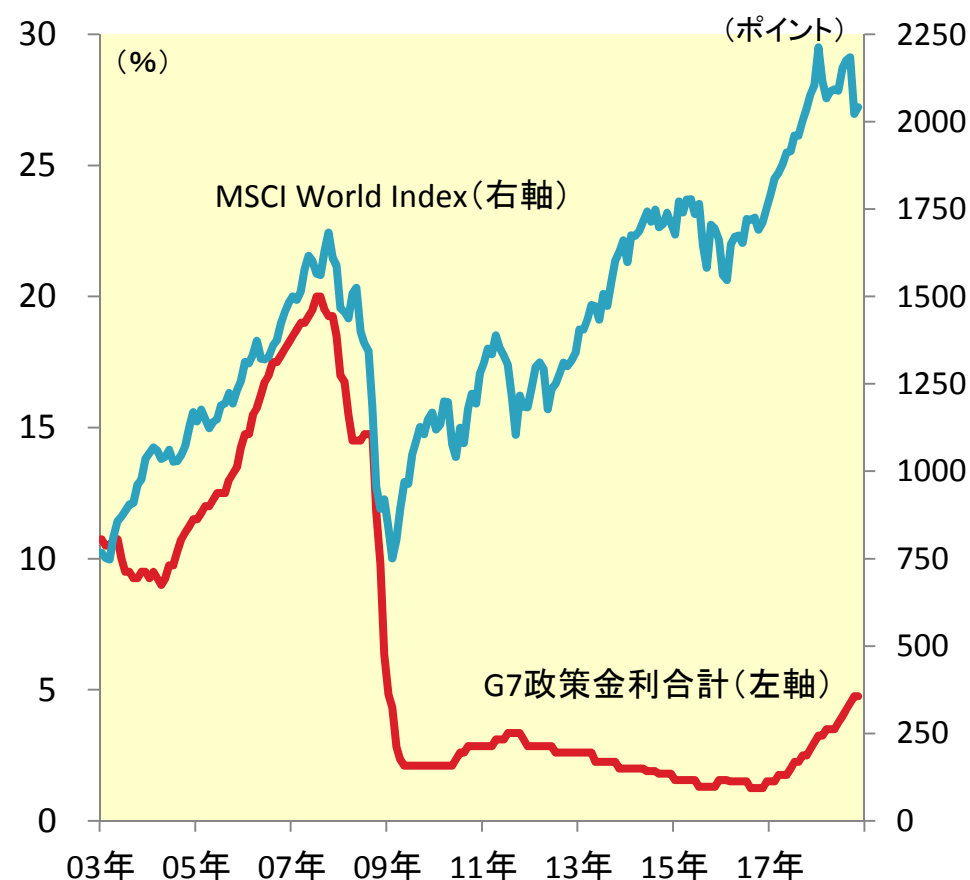
（出所）Bloombergより大和証券作成、世界PMIは11月まで、売買差額累計は11月第4週まで

世界的なカネ余り・低金利環境は変わらない

日米欧中銀の総資産とMSCI World Index



G7政策金利合計とMSCI World Index

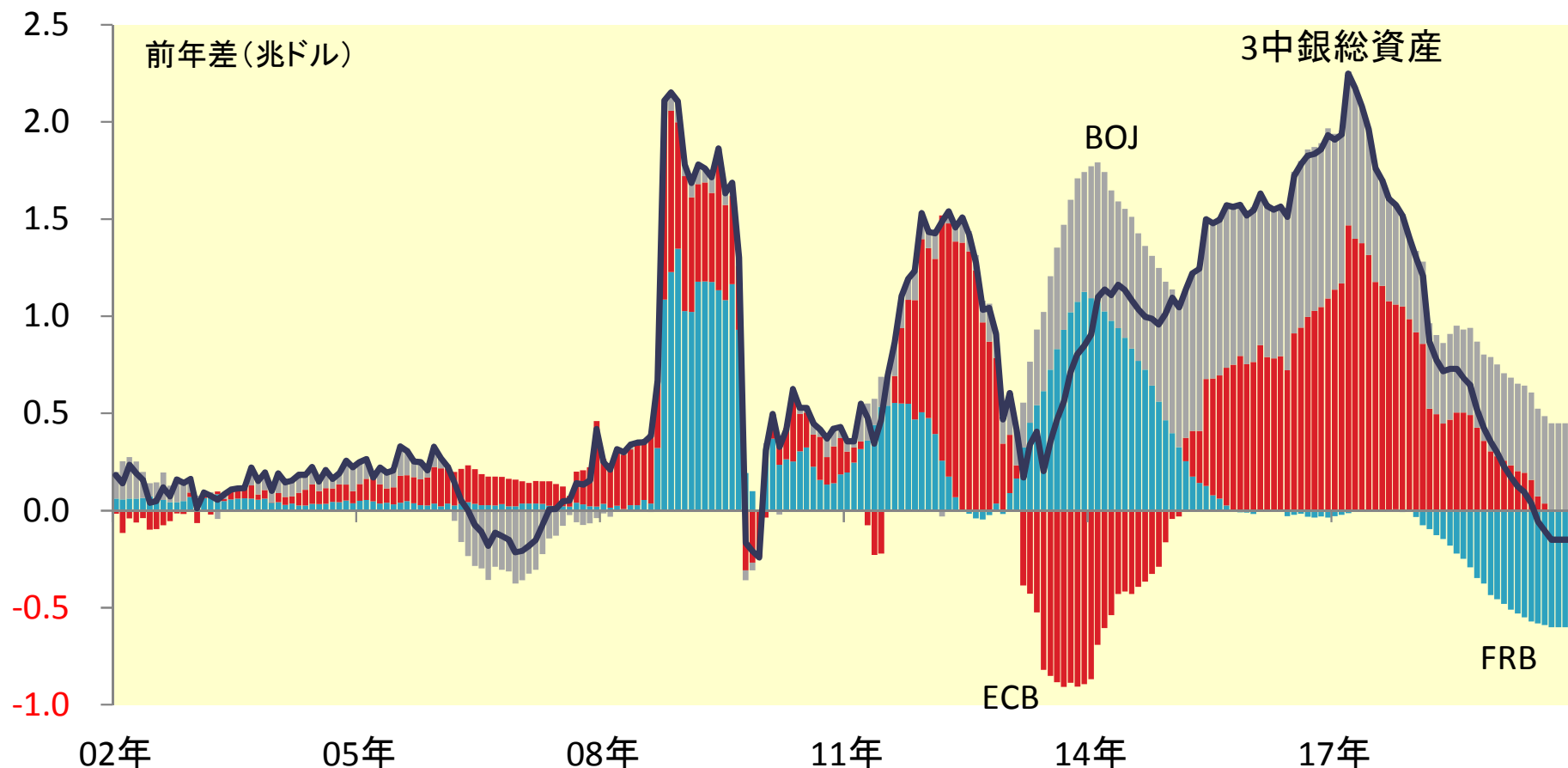


(出所)ブルームバーグより大和証券作成、総資産は18年10月末まで
株価は11/23まで

(出所)ブルームバーグより大和証券作成、18年11月末まで

日米欧合計のバランスシート縮小幅は小幅に留まる公算

日米欧中銀の総資産（前年差）

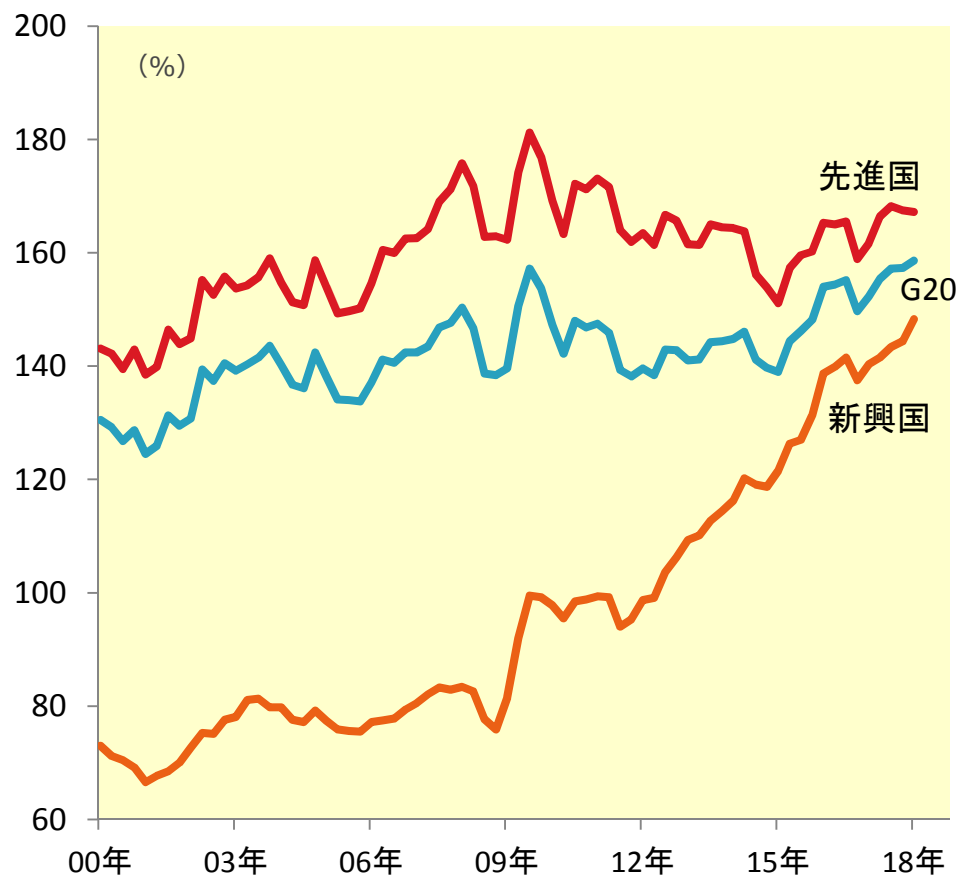


(出所)ブルームバーグより大和証券作成、19年末まで推計。 ※18年のバランスシートは、①FRBが計画通りに減額を加速、②ECBが1-9月期は月額300億ユーロの買い入れを行ったあとに10月以降150億ユーロに縮小し年内終了、③日銀が年間40兆円前後で買い入れを行うと仮定

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

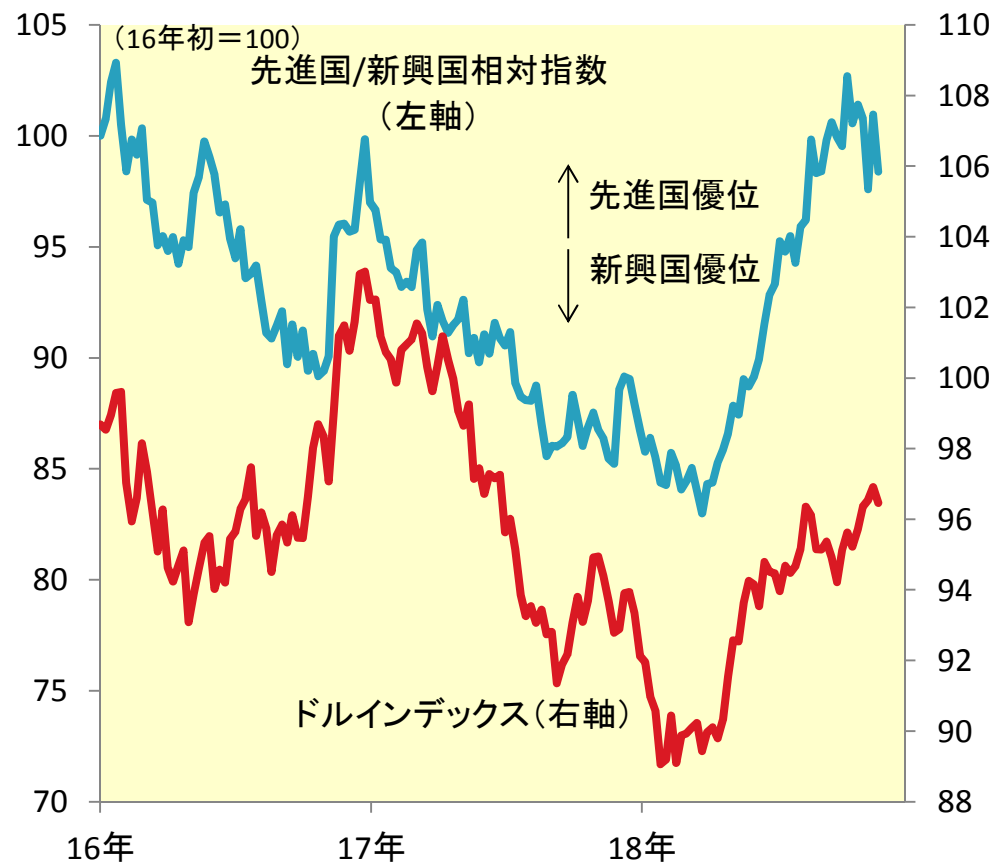
新興国の債務問題に市場の注目が集まる

G20・先進国・新興国の民間債務対GDP比率



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、18年3月末時点

先進国/新興国相対指数とドルインデックス

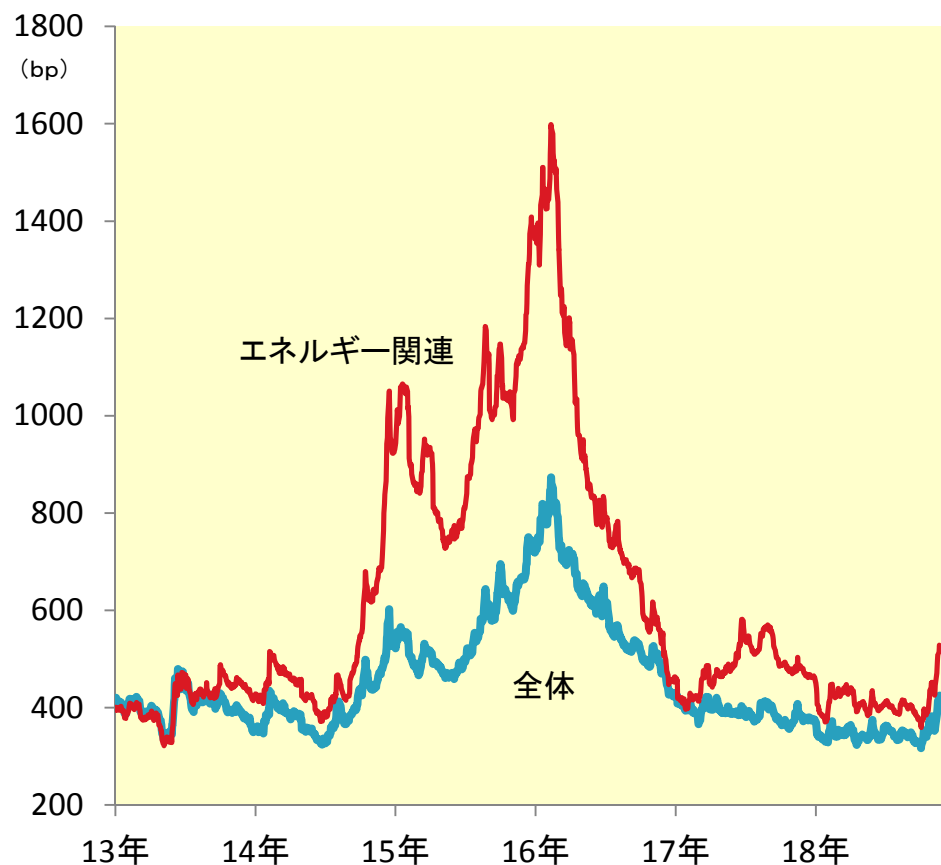


(出所)ブルームバーグより大和証券作成、12月14日まで

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

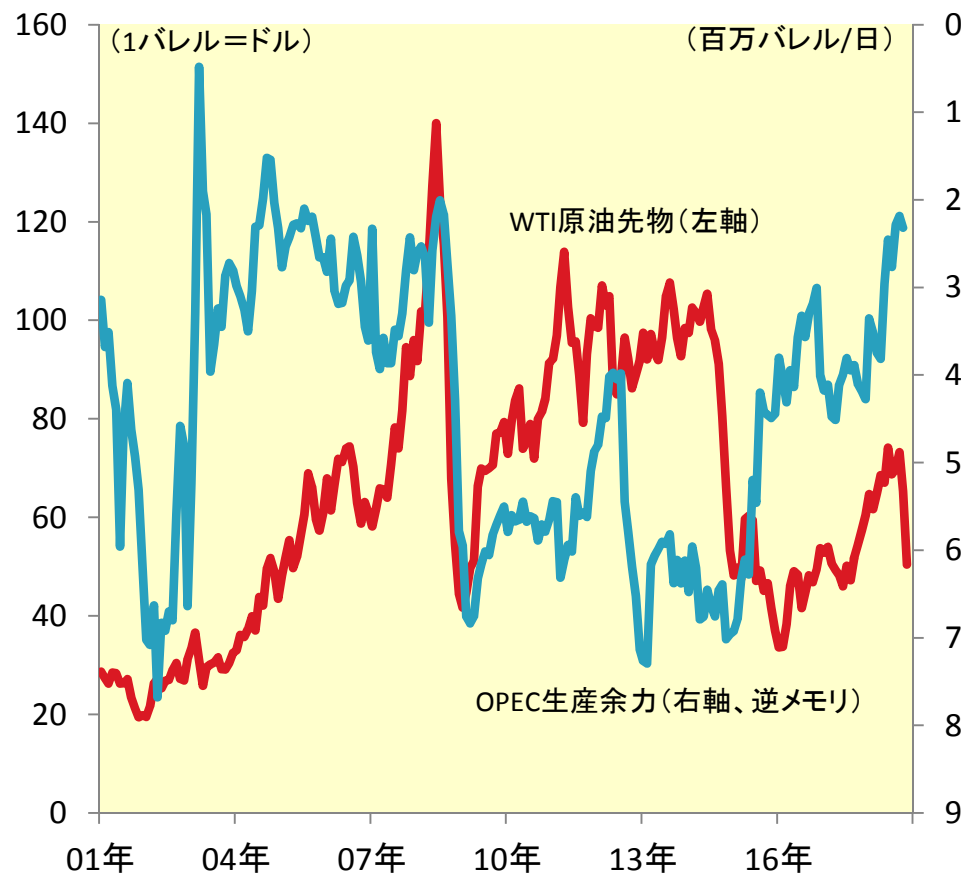
原油価格の動向を注視

ハイイールド債スプレッド（エネルギー関連&全体）



（出所）ブルームバーグより大和証券作成、12月14日まで

OPEC原油生産余力とWTI原油先物

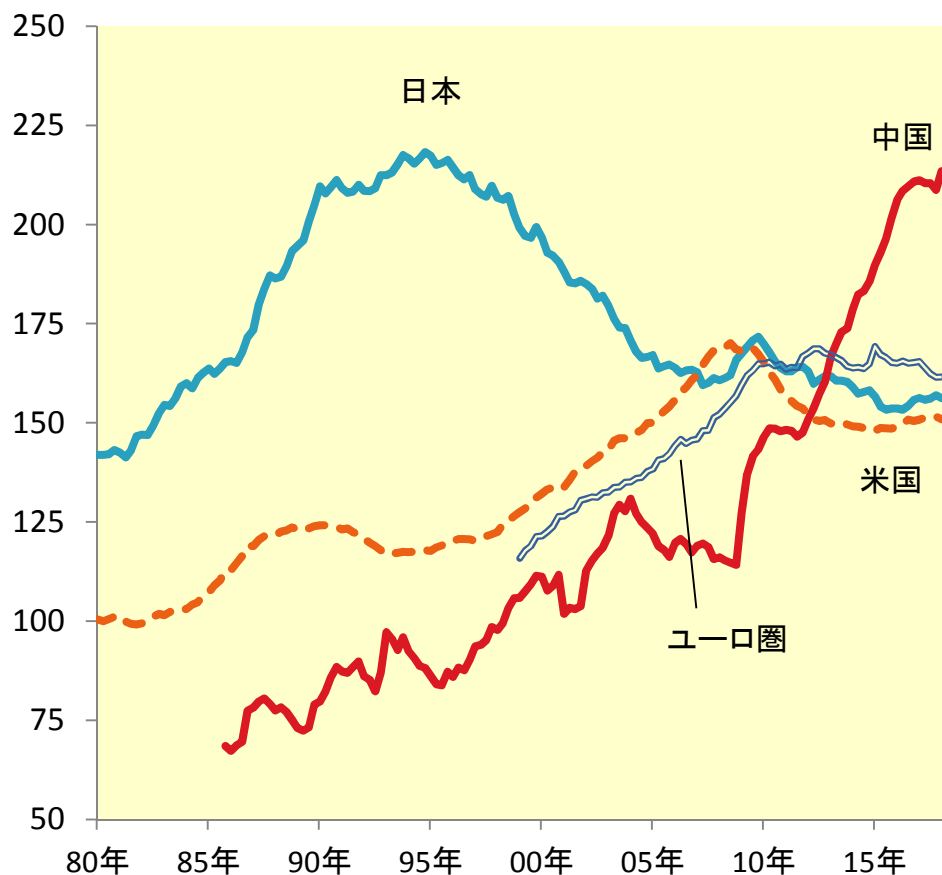


（出所）ブルームバーグより大和証券作成、余力は10月まで原油先物は11/23まで

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

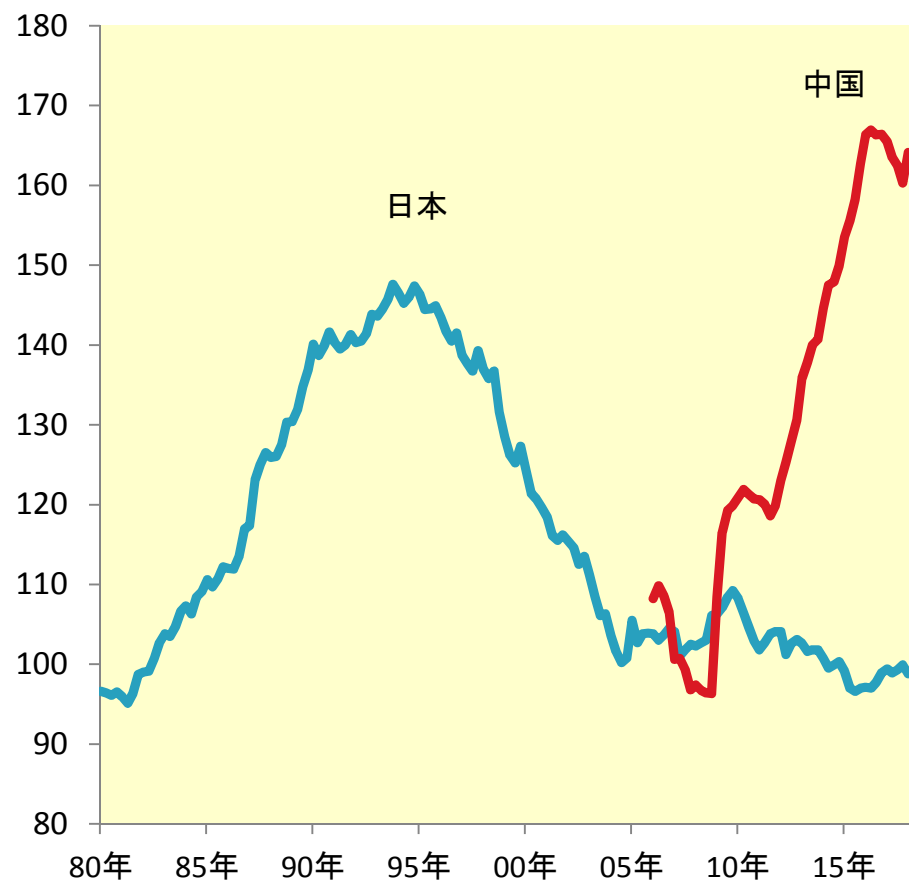
長期的なリスク要因は中国等の過剰債務

日米欧中の民間（企業＆家計）債務対GDP比率



（出所）ブルームバーグより大和証券作成、18年3月まで

日中の民間企業債務対GDP比率

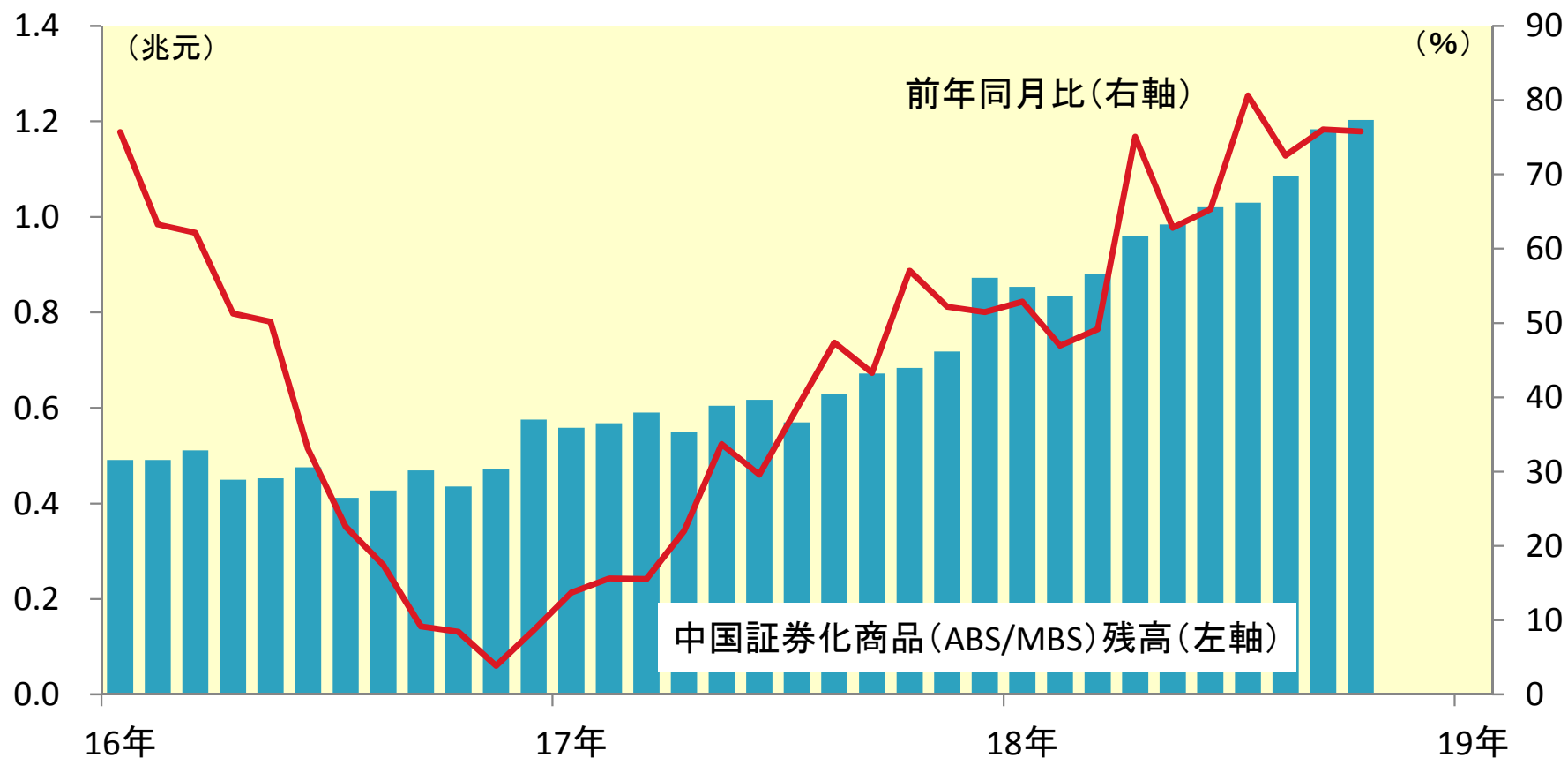


（出所）ブルームバーグより大和証券作成、18年3月まで

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

拡大する中国の証券化商品市場

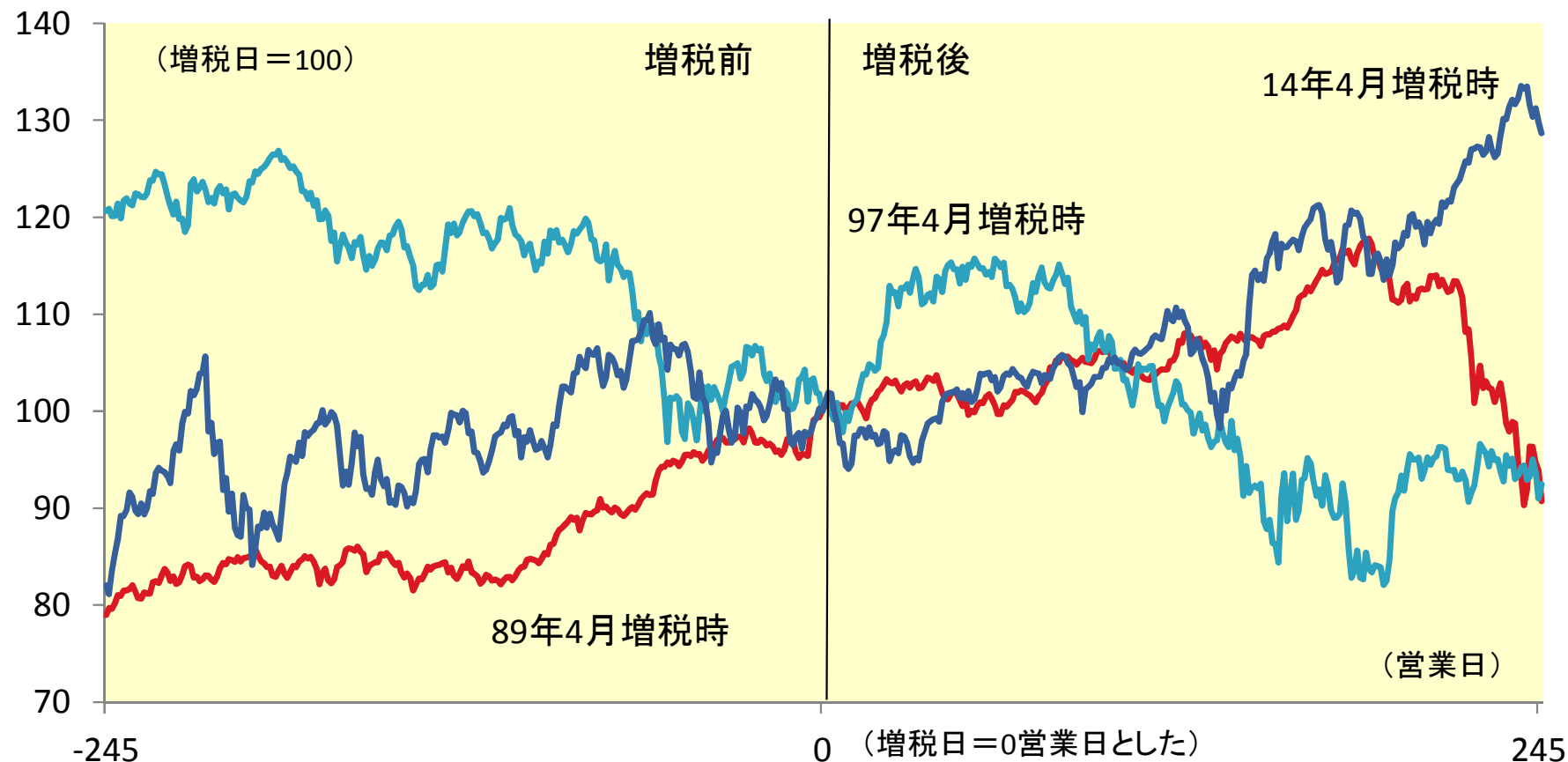
中国のABS（資産担保証券） & MBS（不動産担保証券） 残高



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、10月まで

消費増税と日本株

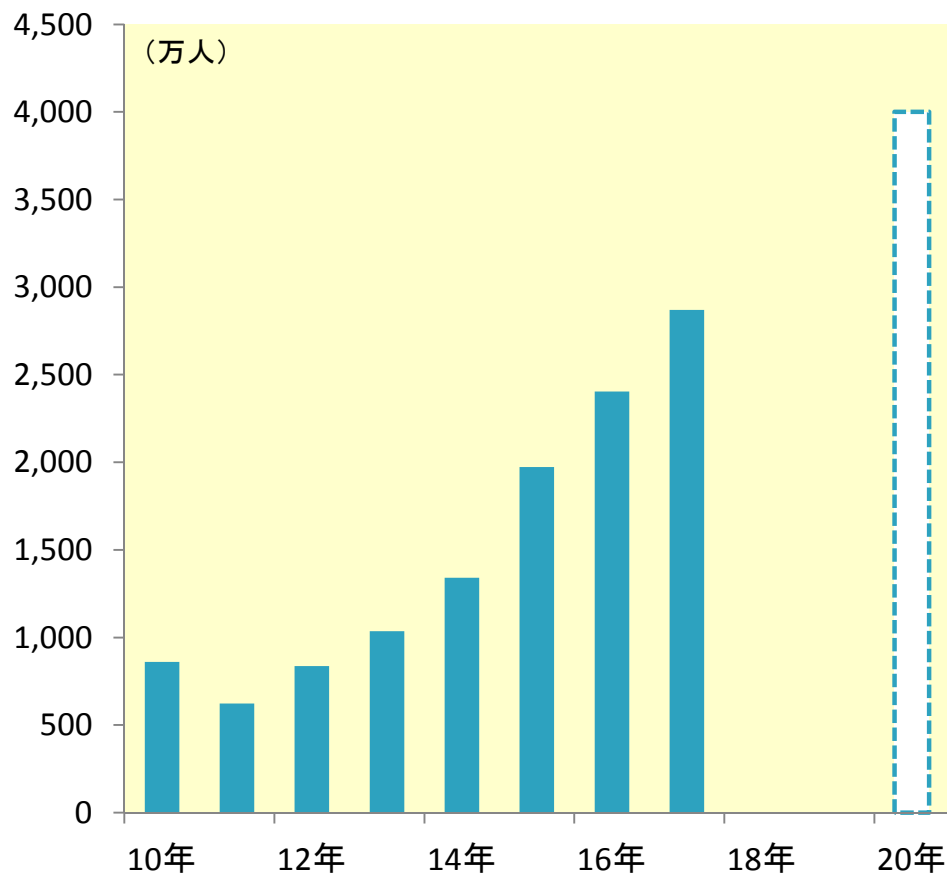
消費税導入・引き上げ時前後1年の日経平均株価



(出所)ブルームバーグより大和証券作成

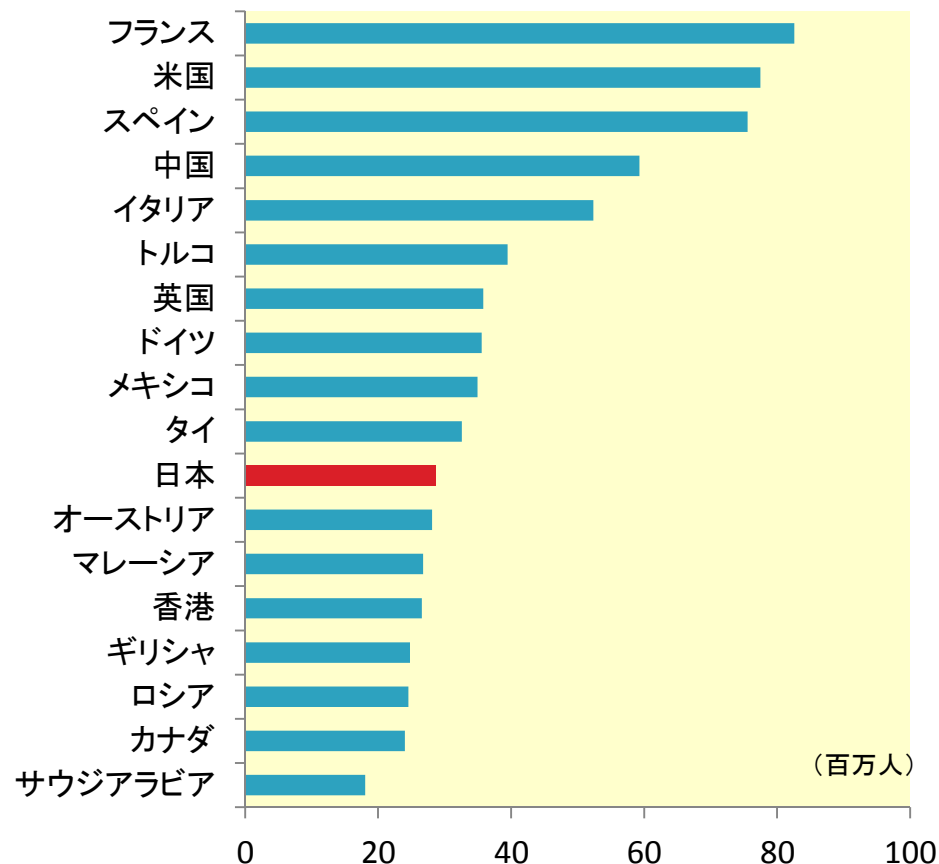
マクロ環境の変化～訪日外国人～

訪日外国人客数



(出所) 日本政府観光局より大和証券作成、20年は政府目標

外国人旅行者受入数の国際比較 (2016年)

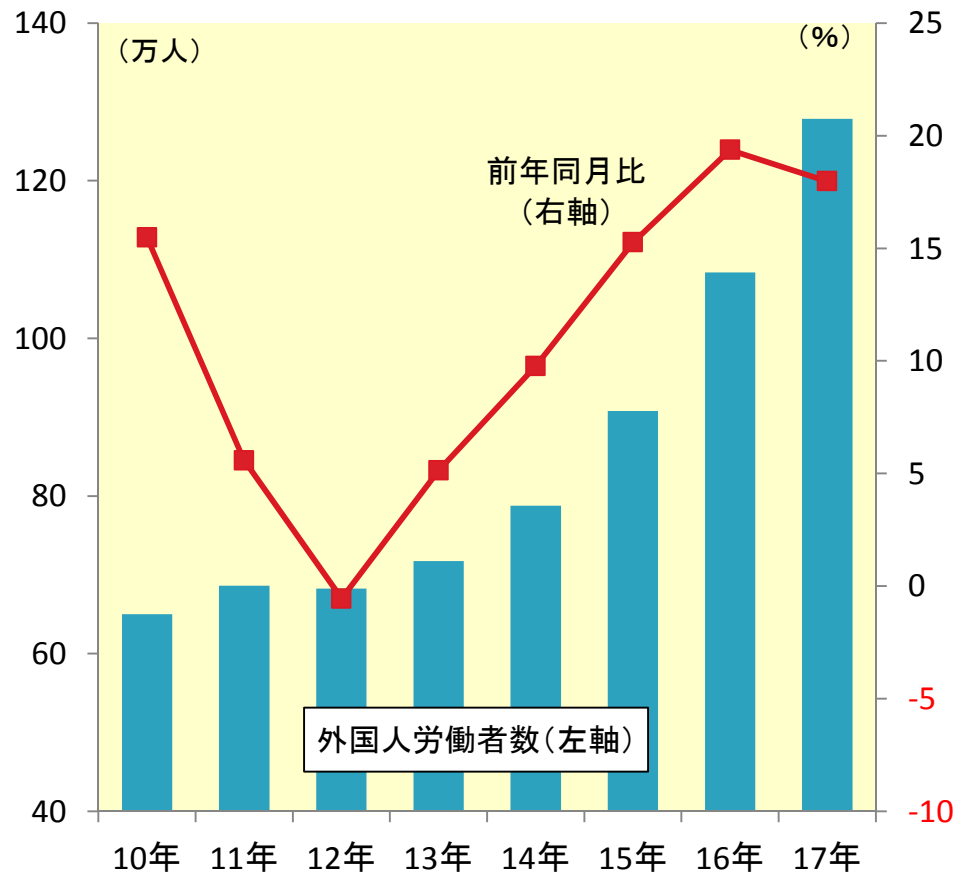


(出所) 観光庁より大和証券作成

※米国、トルコは2015年の数値、日本は2017年の数値

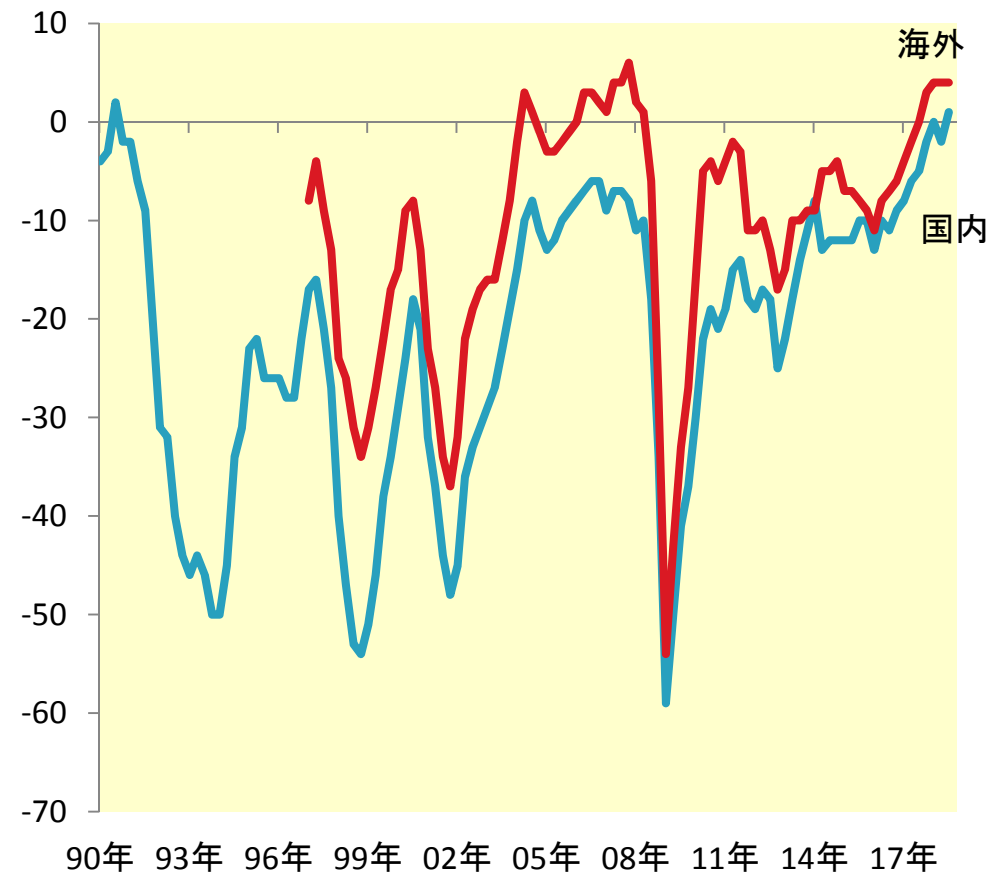
マクロ環境の変化～外国人労働者数～

日本の外国人労働者数



(出所)厚生労働省より大和証券作成

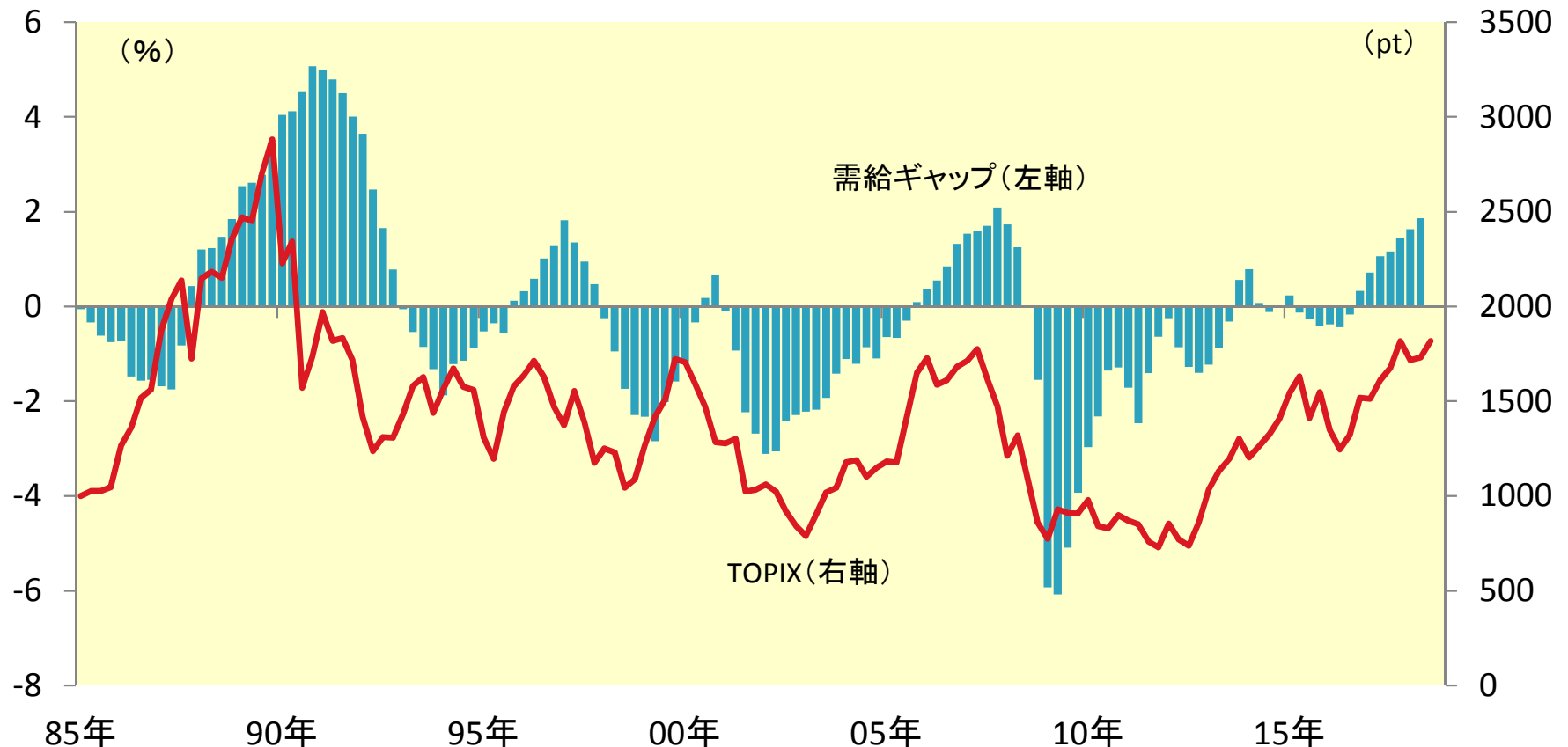
国内・海外需給判断 (日銀短観)



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、18年9月調査まで

デフレ脱却の道筋が明確になるかが焦点

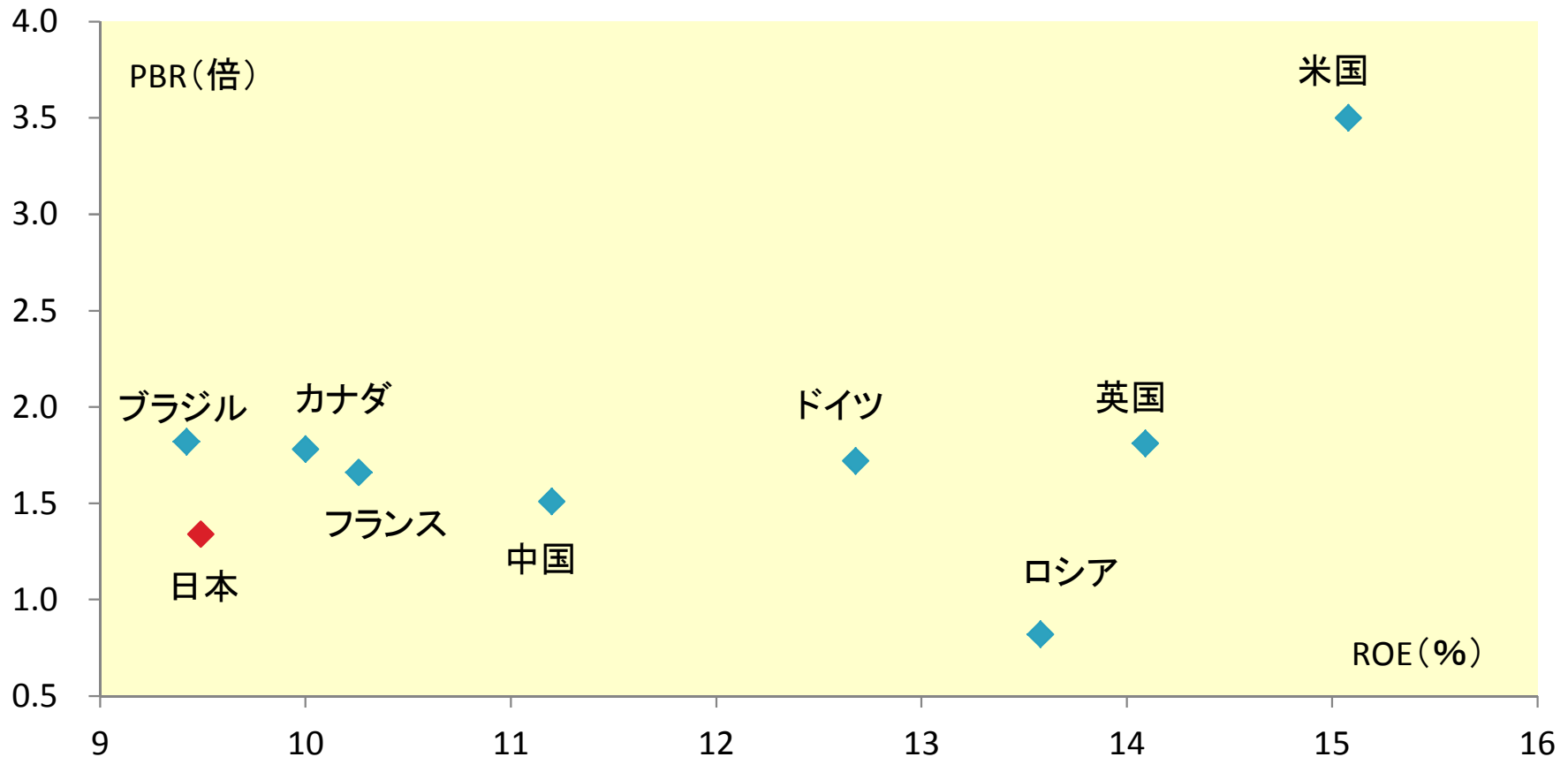
需給ギャップとTOPIX



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、TOPIXは9月末、需給ギャップは4-6月期まで

バリュエーションやROEからみる日本株の立ち位置

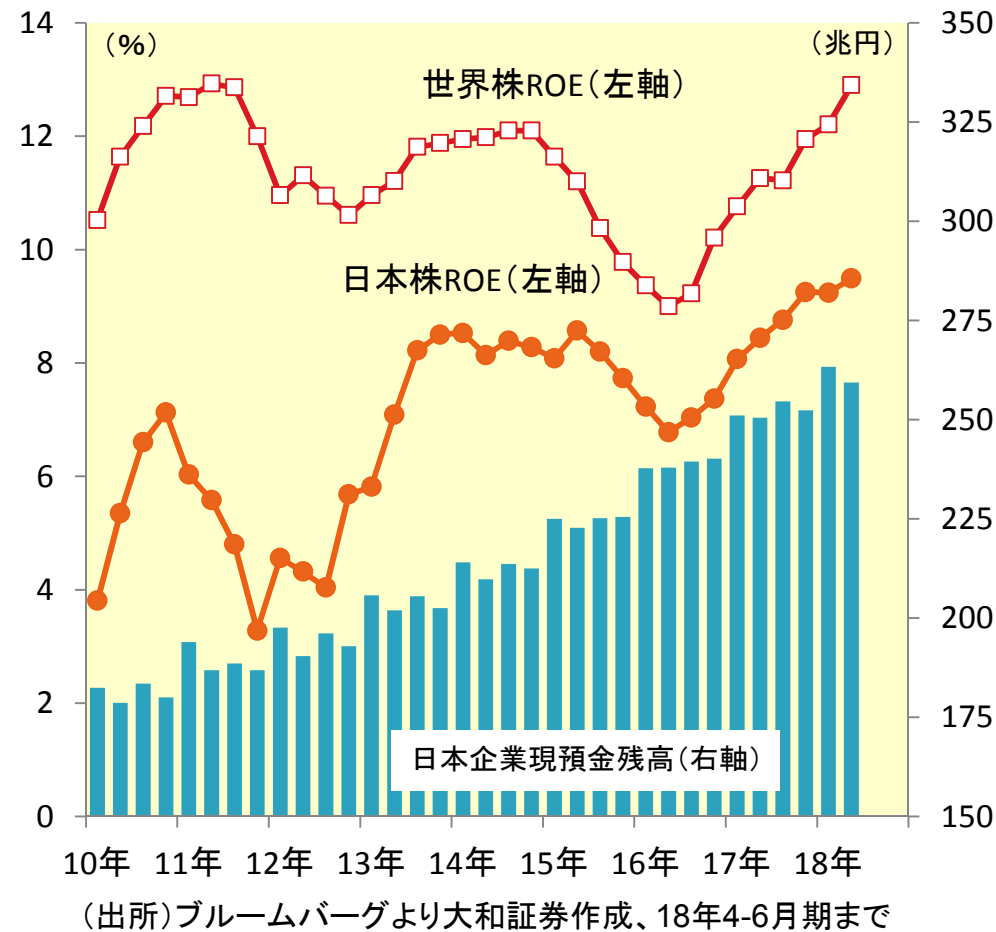
各国株のROEとPBR



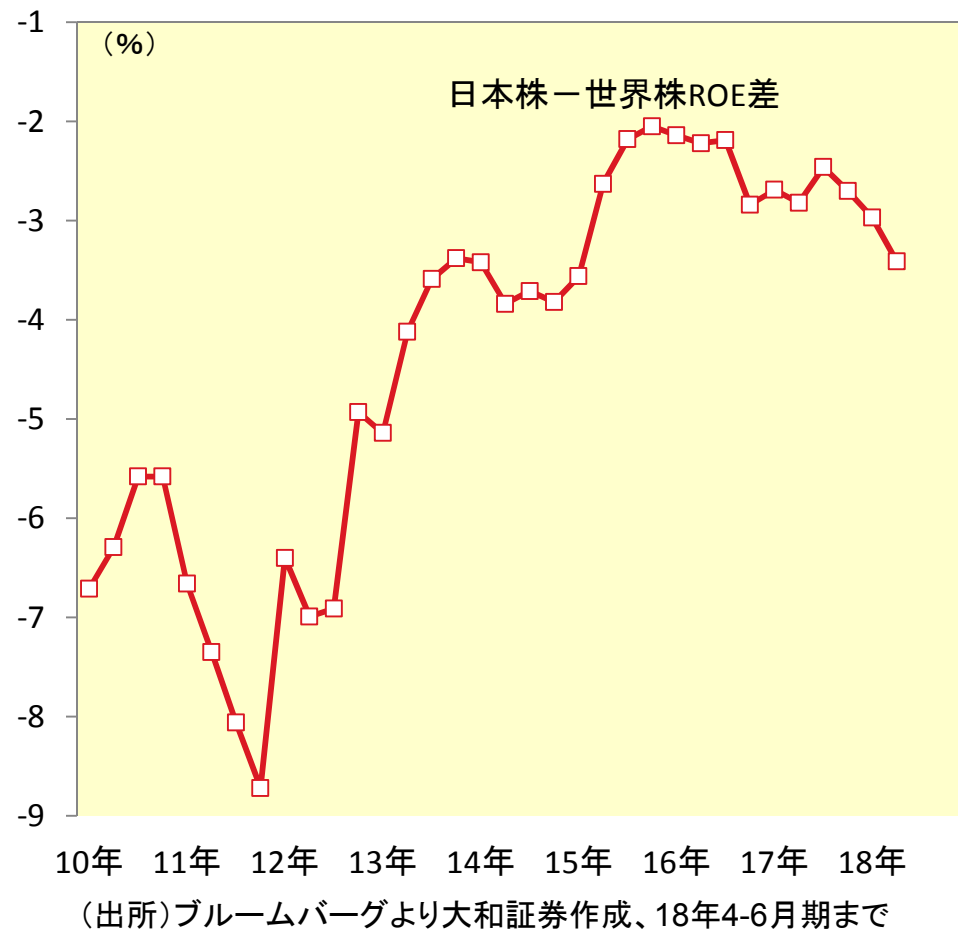
(出所) Bloombergより大和証券作成、10月12日時点。※米国: S&P500、日本: TOPIX、ドイツ: DAX指数、英国: FTSEオールシェア指数、フランス: CAC40指数、中国: 上海総合、ブラジル: ボベスパ指数、カナダ: S&Pトロント総合指数、ロシア: RTS指数(ドル建て)

日本企業の変化～世界とのROE格差の縮小～

世界株 & 日本株のROEと日本企業現預金

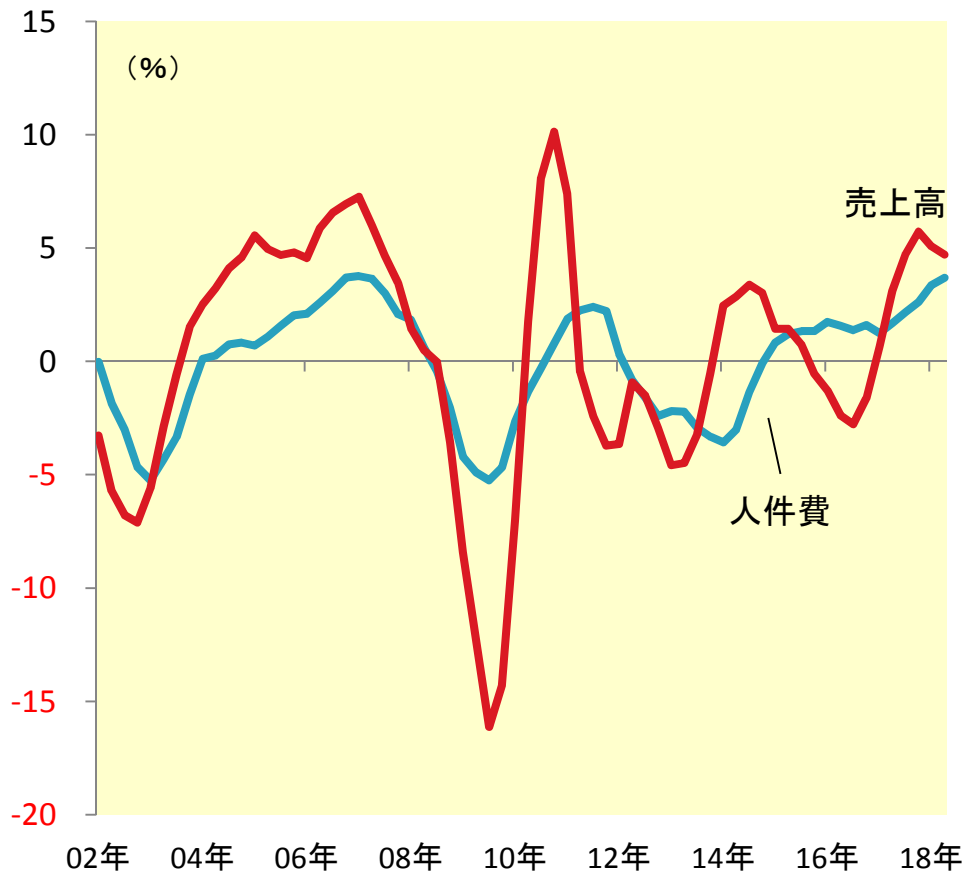


日本株－世界株ROE差



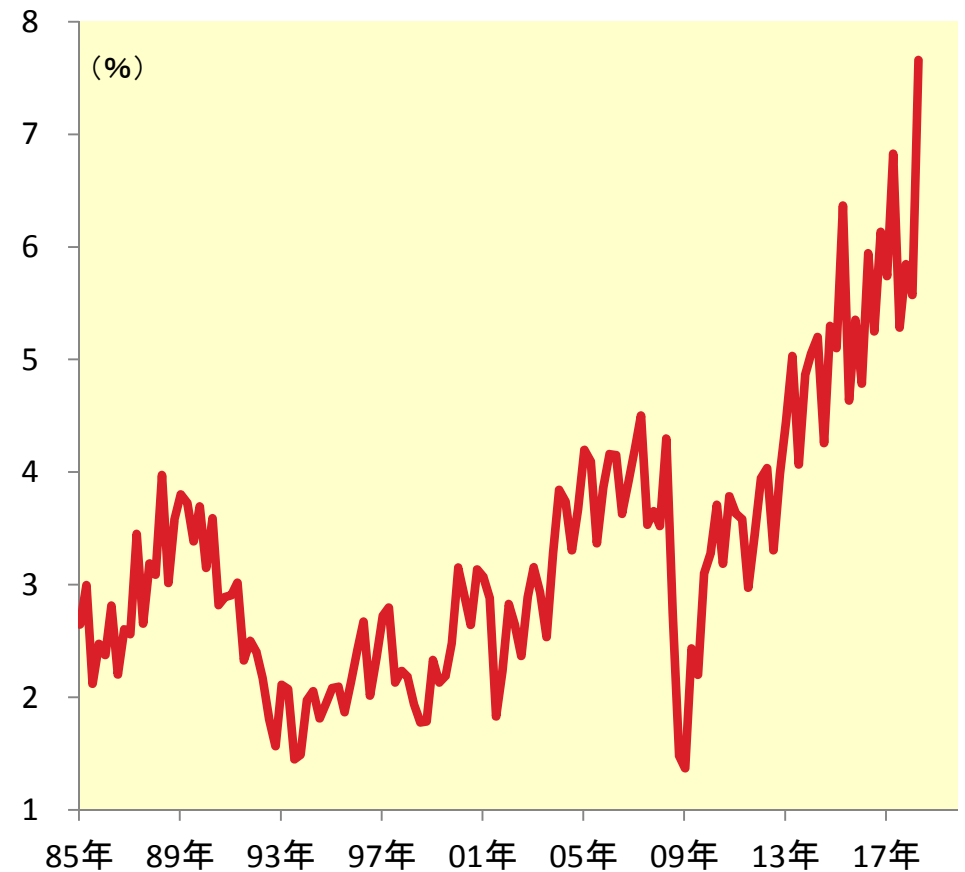
日本企業の変化～収益力～

日本企業の売上高・人件費の前年同期比



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、18年4-6月期まで
4四半期移動平均との比較

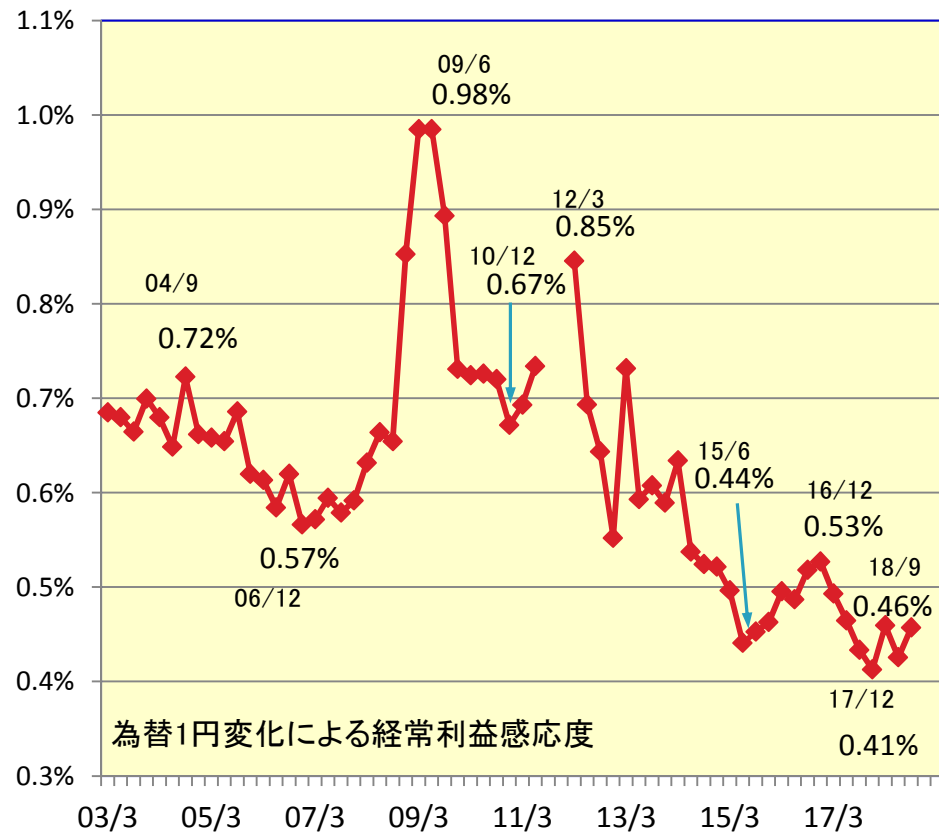
日本企業の売上高経常利益率



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、18年4-6月期まで

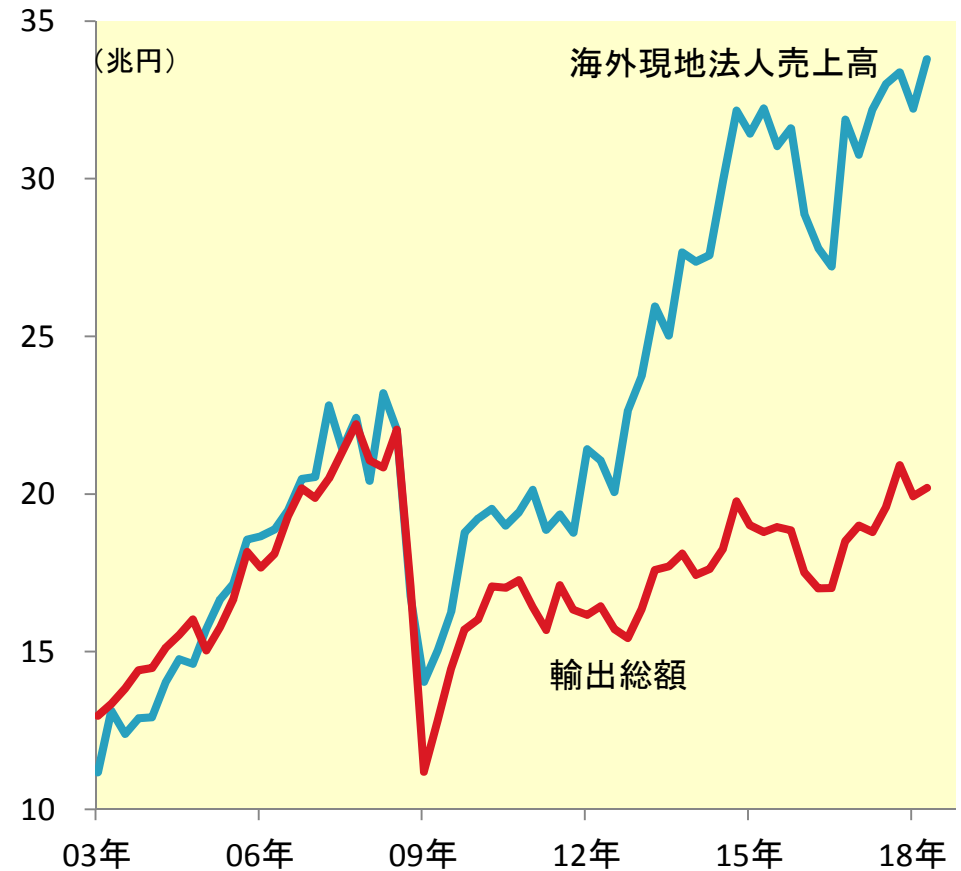
日本企業の変化～円高抵抗力～

主要企業の為替感応度（対ドル）



（出所）大和証券エクイティ調査部作成

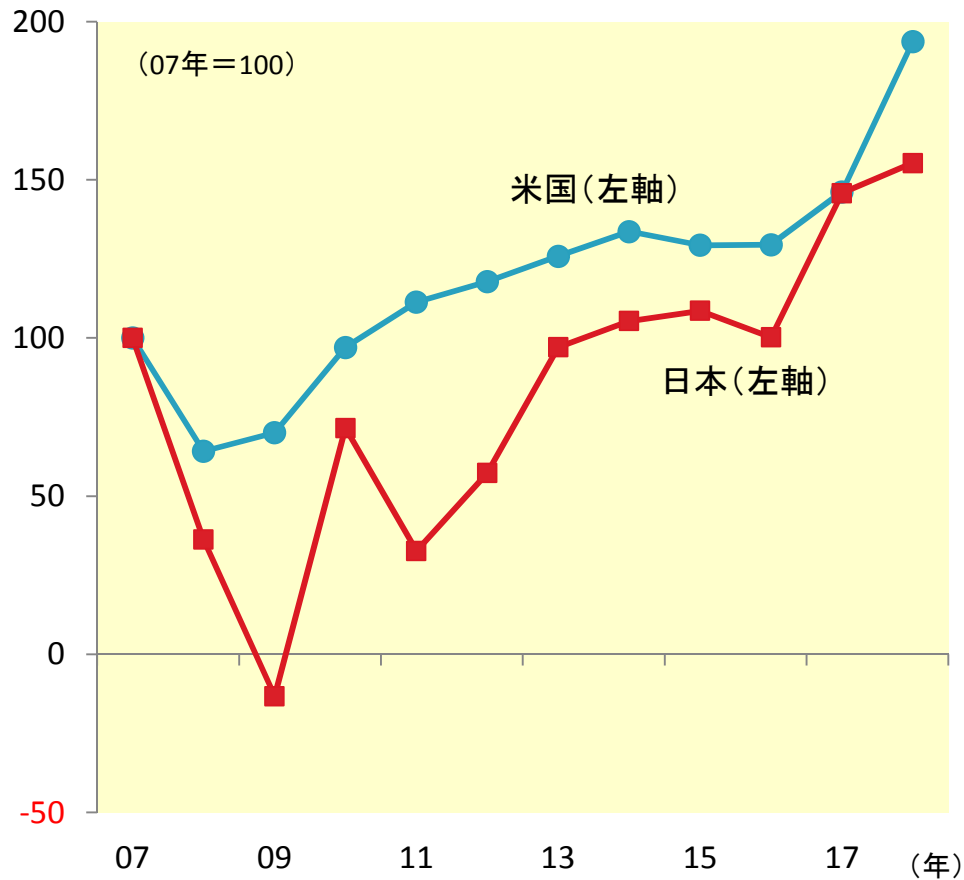
日本企業の海外現地法人売上高と輸出総額



（出所）ブルームバーグより大和証券作成、18年4-6月期まで

日本企業の変化～研究開発費～

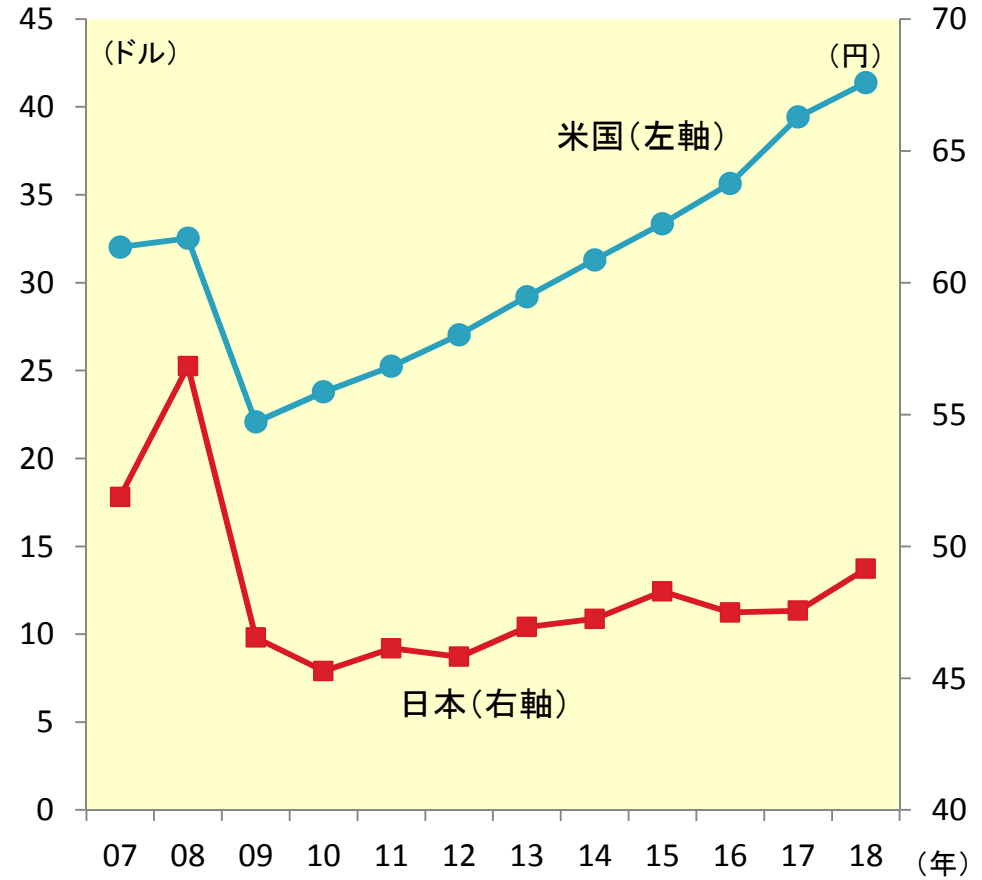
日米企業の一株あたり利益（07年＝100）



(出所)ブルームバーグより大和証券作成

※米国:S&P500、日本:TOPIX

日米企業の一株あたり研究開発費

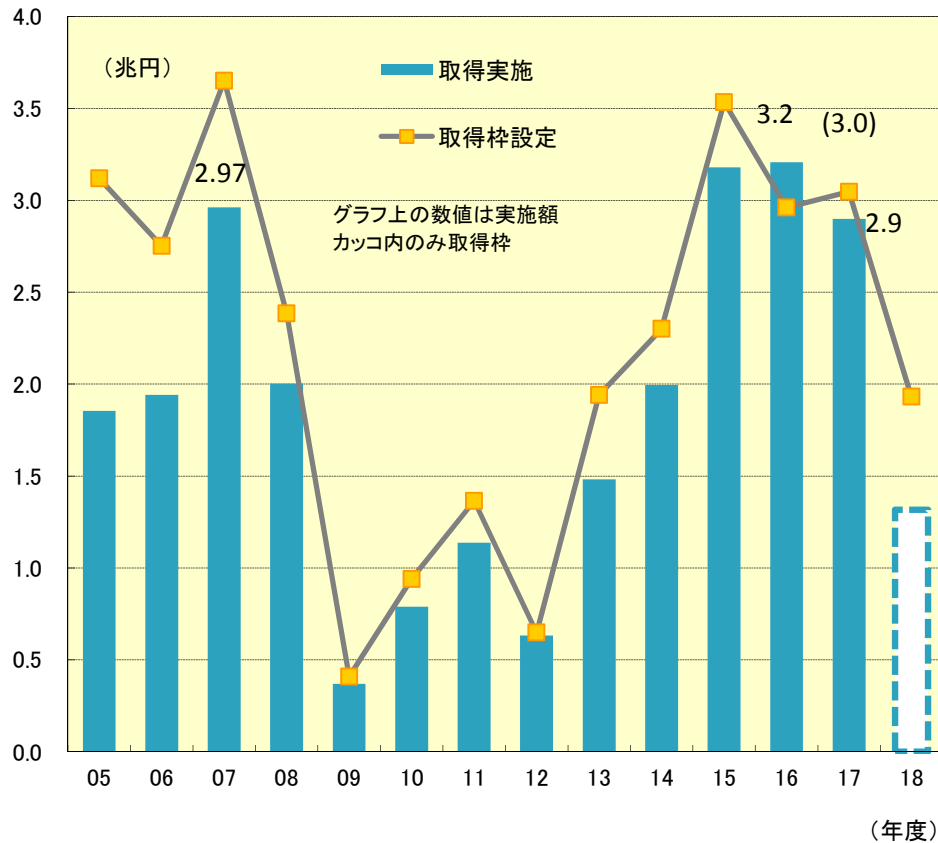


(出所)ブルームバーグより大和証券作成

※米国:S&P500、日本:TOPIX

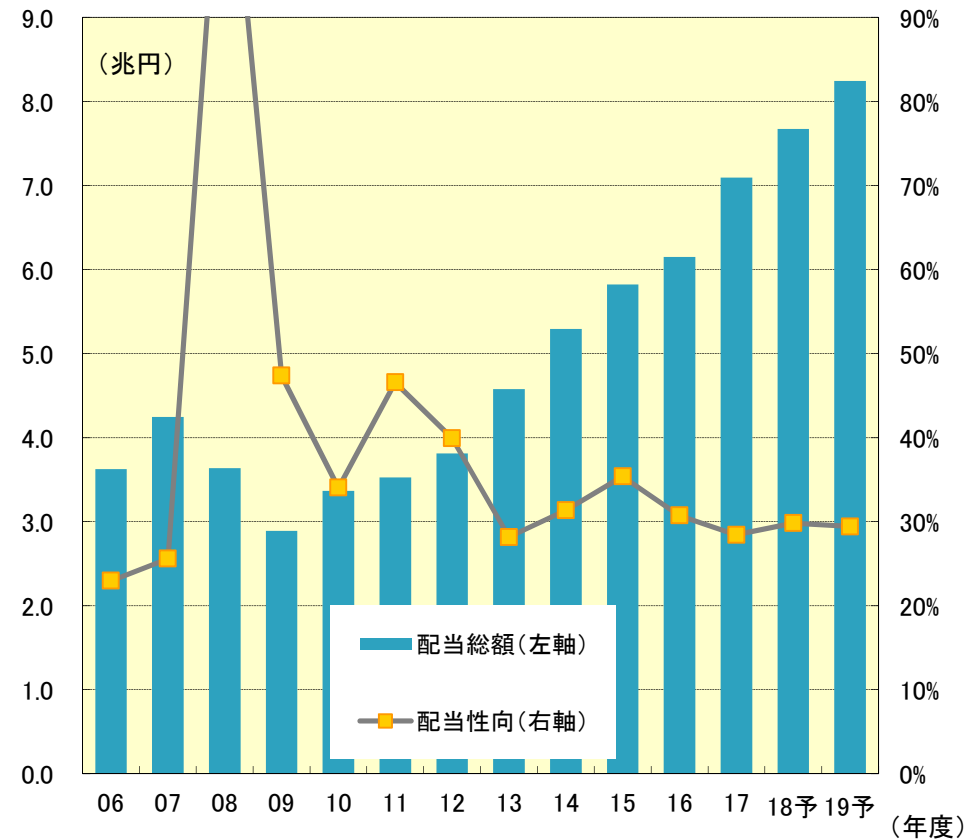
日本企業の変化～株主還元力～

大和210の自己株式取得の実施額、取得枠設定



(出所)大和証券エクイティ調査部作成、18年度は8月分まで

大和200の配当金総額と配当性向の推移



(出所)大和証券エクイティ調査部作成、18、19年度は大和証券予想

☆長期銘柄戦略

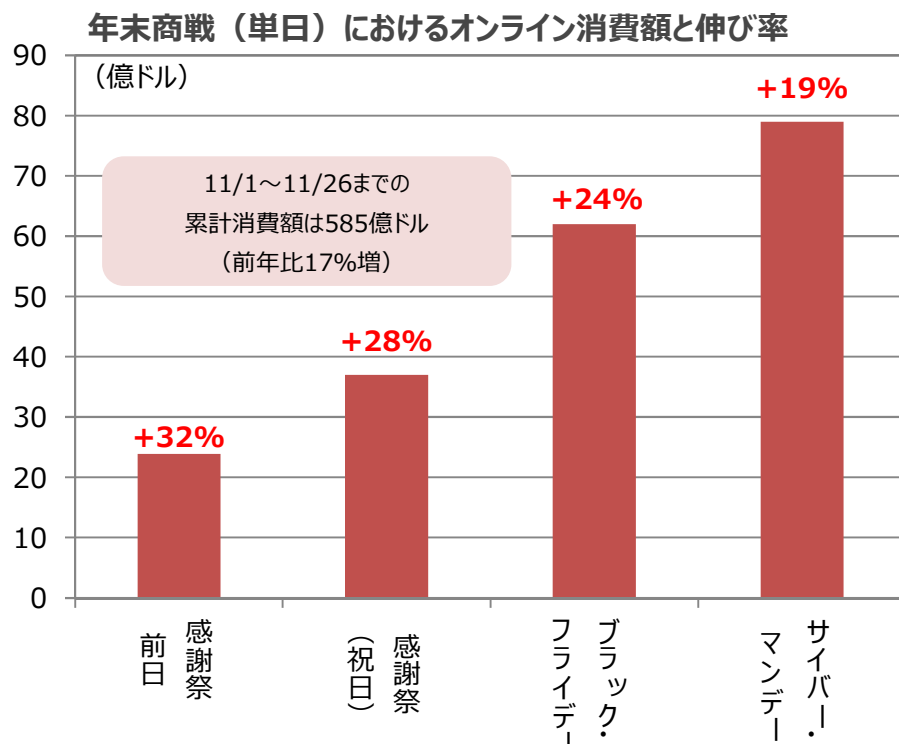
～好業績企業に注目～

個人消費は好調を維持

実店舗はやや伸びが鈍化も、オンラインは好調。総じて好調な滑り出し

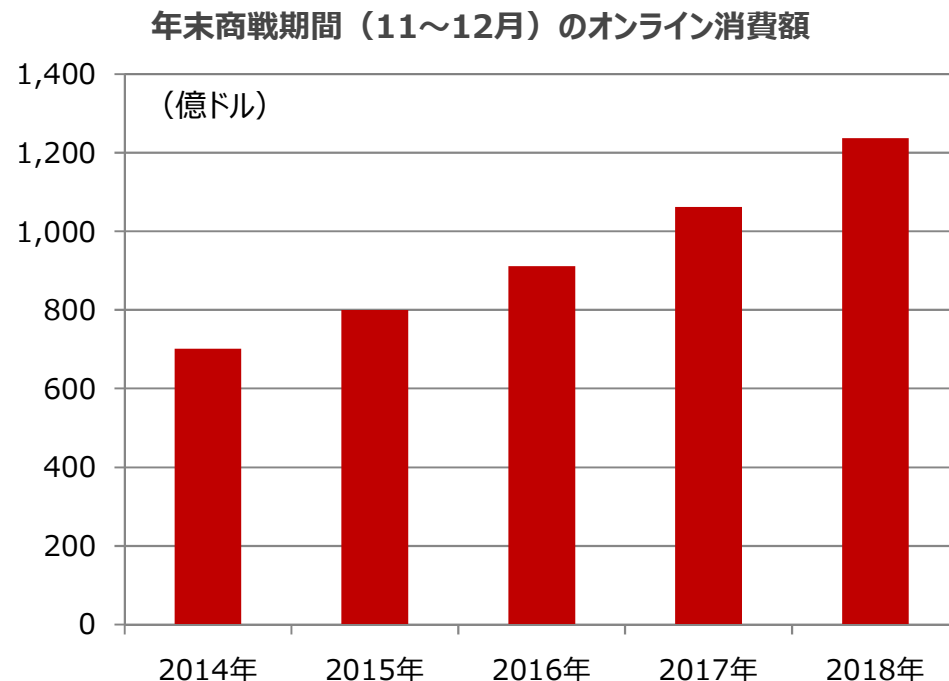
- 全米小売業協会（NRF）は、2018年の年末商戦のうち、感謝祭（11/22）からサイバー・マンデー（11/26）までの5日間の客数は1.65億人となり、事前予想の1.64億人を上回る水準で推移していると発表
- 強い寒波により、実店舗（モールやデパート）ではやや苦戦したが、オンラインでは前年同様好調が確認された

11月の商戦は好調な滑り出し



(注) 図中の数字は前年比伸び率。感謝祭は11/22、ブラック・フライデーは11/23、サイバー・マンデーは11/26
(出所) 全米小売業協会

オンライン消費は年々増加傾向



(注) 2018年は予想（出所）Statista、eMarketer

継続課金による安定収益構築

モノの売り切りから『定額課金』サービスへの移行

- 『定額課金』で、継続的に商品やサービスを提供するサブスクリプション・モデルは、さまざまな業界で広がっている

サブスクリプション・モデルの例

	業種	主なサービス内容・特徴	主な企業
B2C	動画配信	定額課金で動画が見放題	ネットフリックス、プライムビデオ（アマゾン）、ディズニー
	音楽配信	定額課金で音楽が聞き放題	アップルミュージック、プライムミュージック（アマゾン）、スポティファイ
	データ保存	複数のコンピューター間のデータを共有	アイクラウド（アップル）、グーグルドライブ、ドロップボックス
	自動車業界	定額課金でさまざまな車種を利用可能。登録、保険、保守等はサービスに含まれるものが多い。	ポルシェ（月額2,000ドル〜）、BMW（月額1,099ドル〜）、トヨタ（2019年から開始予定）
	航空業界	定額課金で飛行機乗り放題	サーフ・エア（月額1,750ドル〜*未上場）
	新聞・出版業界	媒体は紙からデジタルへ。有料デジタル会員が増加し、不安定な広告収入から安定した購読料モデルへシフト	ニューヨーク・タイムズ
	アパレル業界	ブランド品、スーツ、ドレス等のレンタルサービス	レナウン、三越伊勢丹
B2B	ソフトウェア	定額課金で最新のソフトをネット経由で提供	アドビ（デザインソフト）、マイクロソフト（オフィス365：エクセルやワードなどのソフト）、セールスフォース（顧客管理ソフト）、インテュイト（会計・税務ソフト）
	ハードウェア	定額課金（利用した分のみ課金）で最新のシステムをネット経由で提供	AWS（アマゾン）、アジュール（マイクロソフト）
	製造業	IoTで得られたデータを使ったサービスを提供	コマツ「スマートコントラクション」、キャタピラー「キャット・コネクト・ソリューションズ（分析プラットフォーム）」

（出所）各種資料より大和証券作成

（注）B2C：Business to Consumer、企業と一般消費者の取引 B2B：Business to Business、企業間取引

継続課金による安定収益構築

モノを利用したいユーザーと、安定的な収益を構築したい企業側

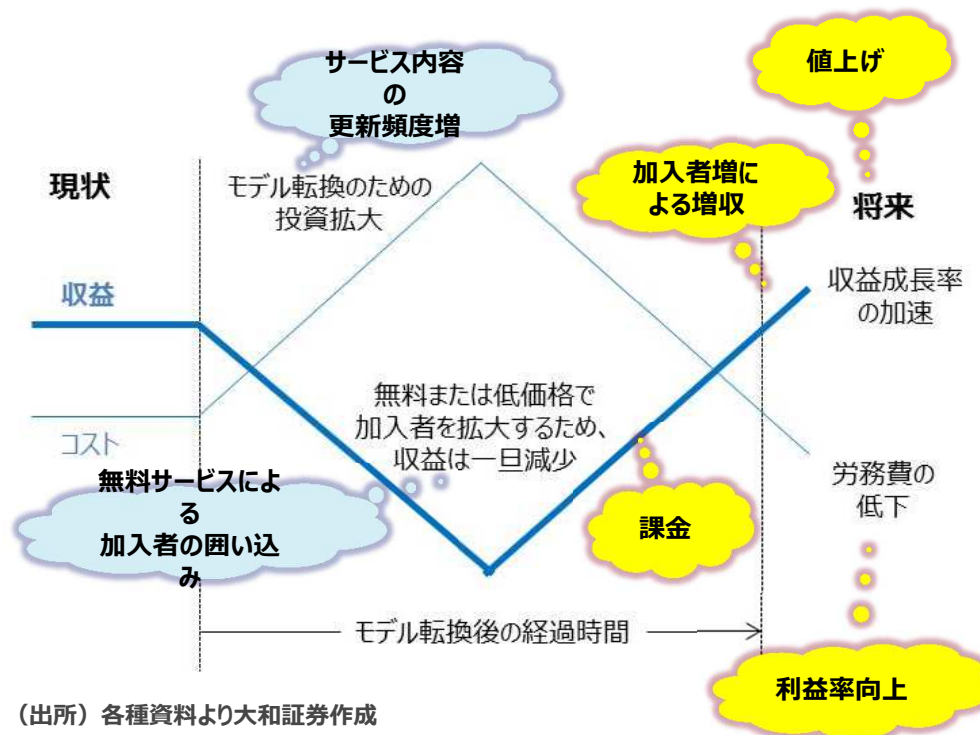
- ユーザーはモノを所有することから、必要な時に使う利用へと意識が変化している
- 一方、企業側は、商品を販売するだけでなく、一定期間サービスを提供することで、ユーザーとの長期間にわたる継続的な関係構築が可能となる。ユーザーニーズを満たすための投資は必要となるが、安定的な収益構築にもつながる

サブスクリプションが注目される背景

背景		サブスクリプションの主なメリット
ユーザー	モノの所有から利用へ	- 常に最新のサービスを利用可能 - 使用した分のみの支払いとなるため、初期費用が不要 - 定額課金のためコスト管理が容易 - 解約しやすい
	ITの発展	
企業	売り切りから継続サービス提供へ	- 継続的な収益構築が可能 - ユーザーの利用データによる顧客管理（退会の防止）が可能 - 柔軟なプライシングが可能（無料や低価格でサービスを提供開始。新規の加入者を囲い込み加入者数が増加したら、課金、値上げを実施。不評の場合は価格を下げることも可）

（出所）各種資料より大和証券作成

ビジネスモデル転換による収益イメージ



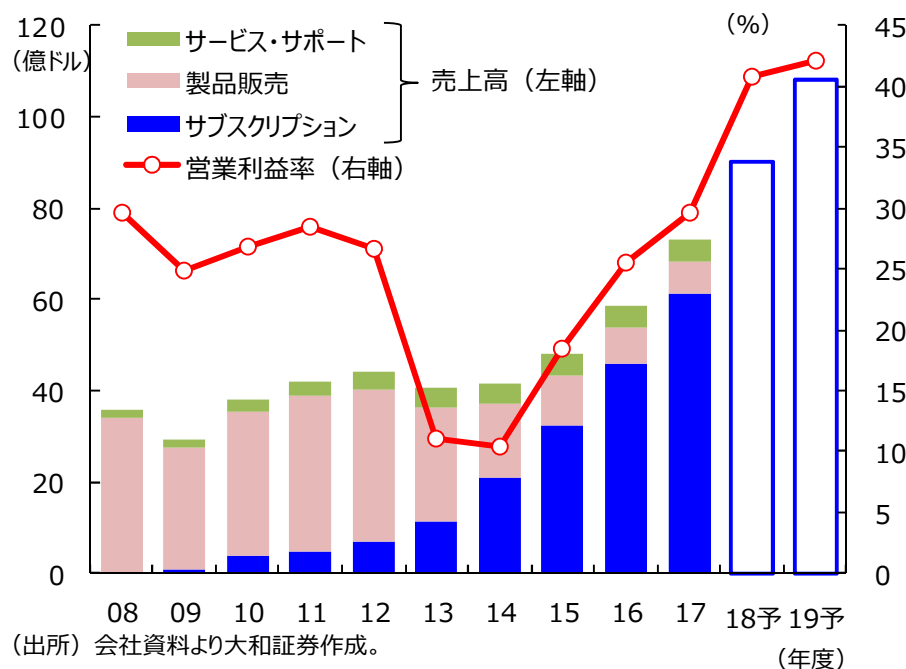
継続課金による安定収益構築

産業史に残るアドビの決断

- デザインソフトを手掛けるアドビはリーマンショックを機に、安定収益構築を目指すようになった
- 2012年5月より定額課金モデルの提供を開始し、頭打ちだった会員数は再度増加。増収に伴い、利益率も改善し、株式市場での評価も引き上げられた。さらに、2018年4月には値上げを実施している

サブスクリプションへ移行し、利益率は向上

アドビの売上高と営業利益率



株式市場での評価も急拡大

アドビの株価推移



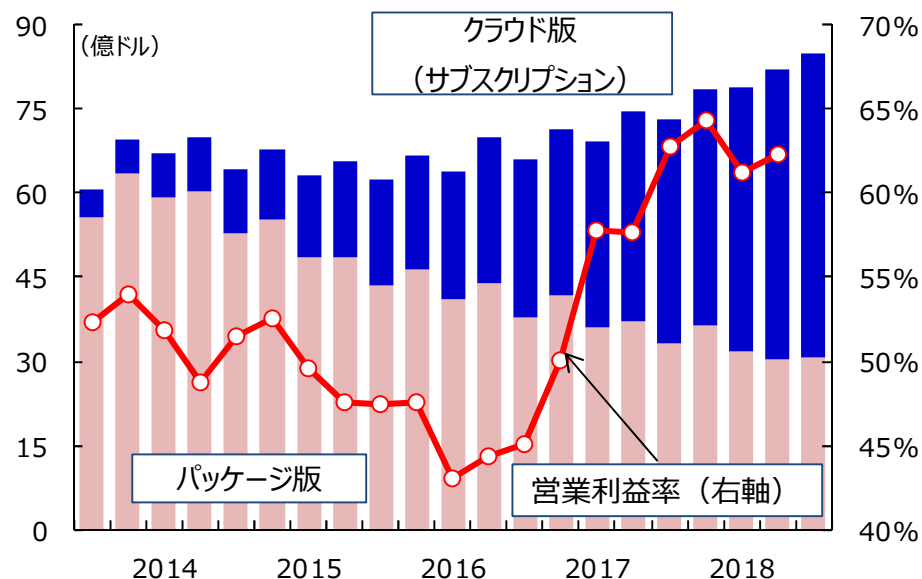
継続課金による安定収益構築

マイクロソフトはクラウドやサブスクリプションへ転向

- PCからモバイルへの移行に伴い、投資家からの評価を下げたマイクロソフトは、クラウド（アジュール：ハードのレンタル）やサブスクリプション（オフィス関連ソフトを定額課金で提供）へのビジネス転換で見事に復活した

サブスクリプションへ移行し、利益率は向上

マイクロソフトのオフィス関連売上高と営業利益率



(出所) 会社資料より大和証券作成。(注) 営業利益率はLinkedIn買収の影響を除いている。2018年7-9月期はLinkedInの開示がないため非表示

株式市場での評価も急拡大

マイクロソフトの株価推移



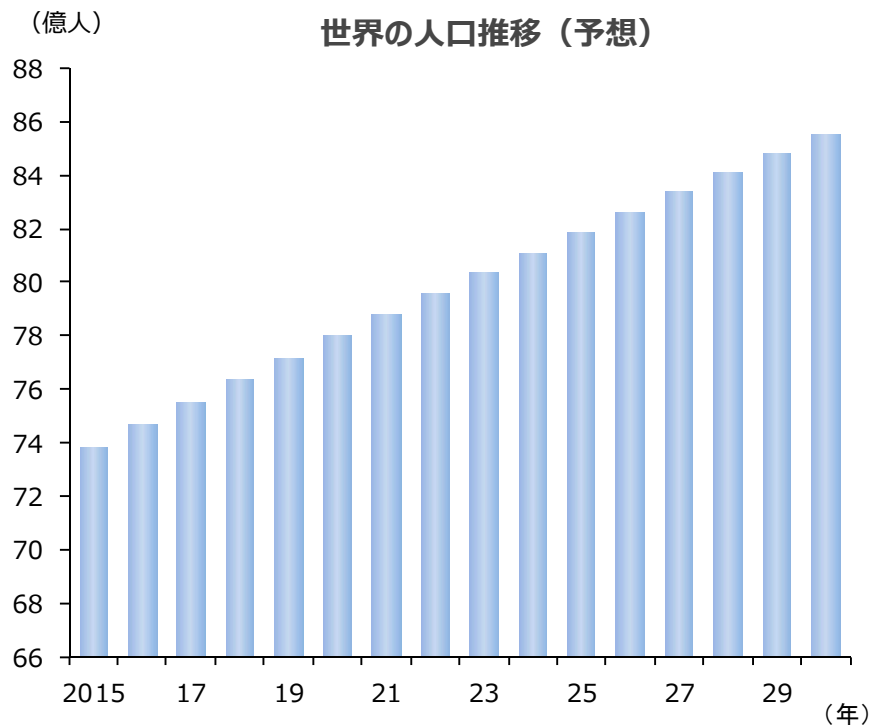
(出所) ブルームバーグより大和証券作成。(注) 12月4日まで

医療関連銘柄に注目

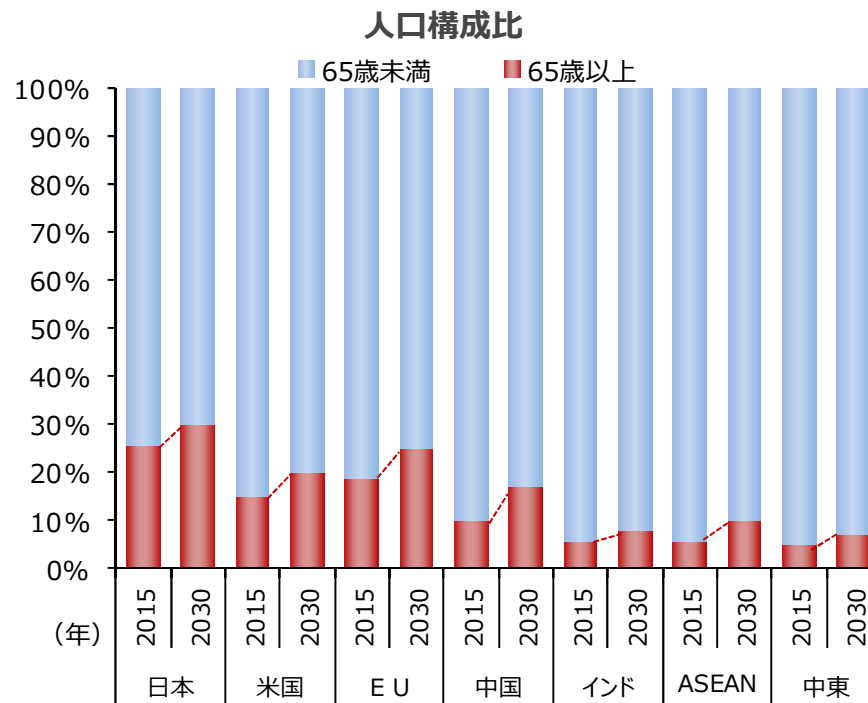
これからも伸びる医療機器市場 ①人口増加と高齢化

- 世界人口は2030年に86億人と2015年比16%の増加が見込まれている。
- さらに、先進国をはじめとする高齢化の進展によって、医療サービスを必要とする対象者は一段と増加する公算。

2030年の世界人口は、86億人へ増加



インド、ASEAN、中東においても高齢化が始まる



(注) 世界人口の2016年以降は推計（中位推計）、人口構成比の2030年は推計（中位推計）

(出所) United Nations Population Division World Population Prospects: The 2017 Revision

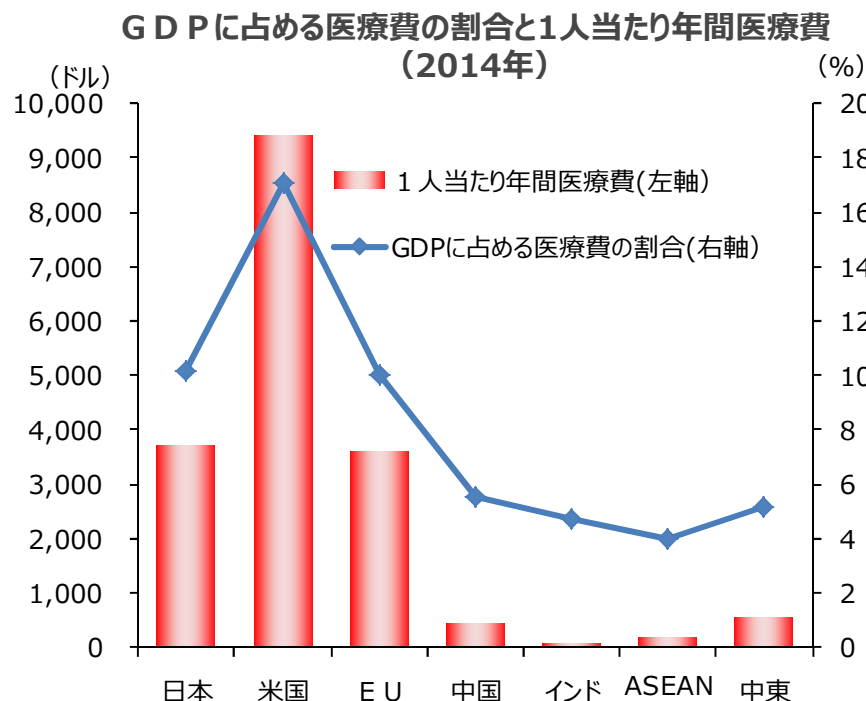
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

医療関連銘柄に注目

これからも伸びる医療機器市場 ②医療費抑制ニーズ

- 日米欧のGDPに占める医療費の割合は10%以上、米国の一人あたりの年間医療費は100万円を超える（2014年）。
- 高齢化に伴い医療費は上昇する傾向があり、医療費抑制の観点からも医療機器の発展による医療の効率化が必要。

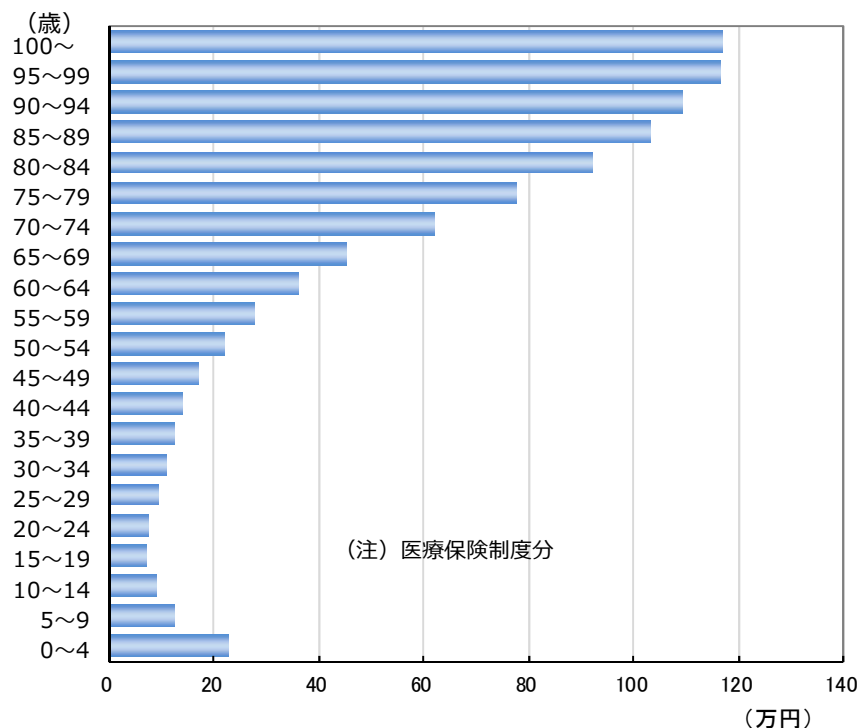
日米欧のGDPに占める医療費の割合は10%以上



(出所) WHO、The World Bank

高齢化に伴い、医療費は上昇する傾向に

日本の年齢階級別 1人当たり医療費（2014年）



(出所)「医療給付実態調査報告書」(厚生労働省保健局)等

医療関連銘柄に注目

今度成長が見込まれる分野で強みを発揮している企業

分類	銘柄	ティッカー	市場	国	特徴
手術支援ロボット・システム	インテュイティブサージカル	ISRG	NAS	米国	ロボットで執刀するシステムの世界的リーダー
人工組織・臓器など	エドワーズライフサイエンス	EW	NY	米国	人工心臓弁
	コクレア	COH	AU	オーストラリア	人工内耳の世界最大手
	メトロニック	MDT	NY	アイルランド	ペースメーカー等
	ストライカー	SYK	NY	米国	人工関節等
低侵襲治療 (患者の負担を減らした 体に優しい治療) など	ボストン・サイエンティフィック	BSX	NY	米国	低侵襲治療に特化した医療機器メーカー
	ベクトン・ディッキンソン	BDX	NY	米国	自動細胞解析分離装置で世界トップシェア
イメージング（画像診断）ほか 各種診断機器	サーモフィッシャー サイエンティフィック	TMO	NY	米国	遺伝子解析システム等
在宅医療機器	レスメド	RMD	NY	米国	睡眠時無呼吸症候群（SAS）の治療機器の製造販売大手
その他	ジョンソン・エンド・ジョンソン	JNJ	NY	米国	世界最大級のヘルスケア企業

（注）分類はあくまでも目安であり、複数の分野にまたがる。例えば、ジョンソン・エンド・ジョンソンは多岐にわたるため「その他」に分類、インテュイティブサージカルは低侵襲治療にも該当するが「手術支援ロボット・システム」に分類。NY:ニューヨーク証券取引所、NAS:ナスダック、AU:オーストラリア証券取引所

（出所）各種資料より大和証券作成

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。なお、本資料のご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。

IoT時代の通信技術、5G本格始動へ

世界の5G回線数の予測



(出所) GSMA「The 5G era: Age of boundless connectivity and intelligent automation」(2017) より大和証券作成

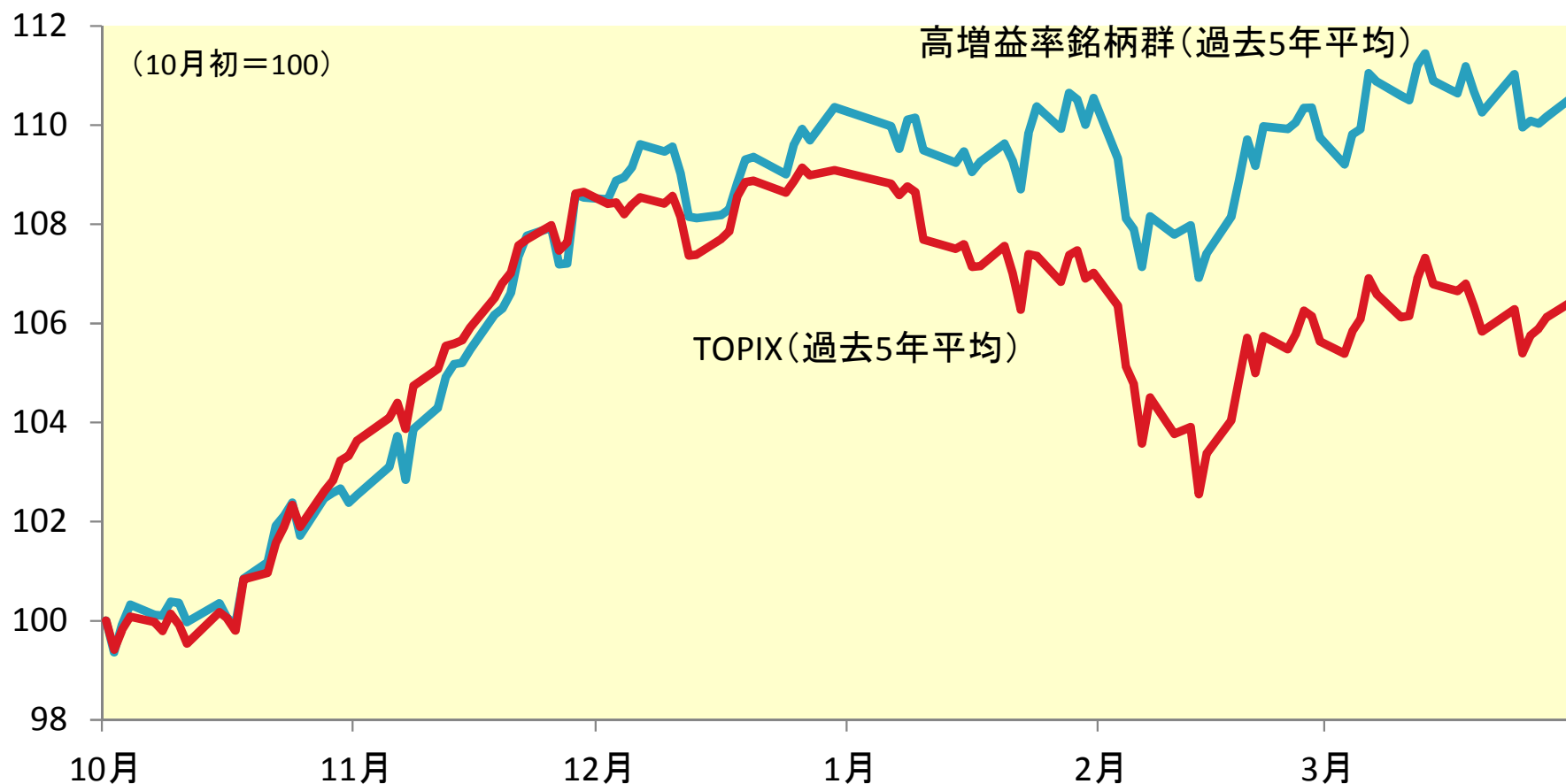
通信機能を備えた電子機器の普及台数



(出所) 「Ericsson Mobility Report June 2018」より大和証券作成

年末年始あたりから市場の焦点は来期業績にシフトする傾向

来期高増益率銘柄群とTOPIX



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、高増益率銘柄群はTOPIX500が対象で(電力除く)その年度の上位30社を指数化

来期高増益率銘柄群

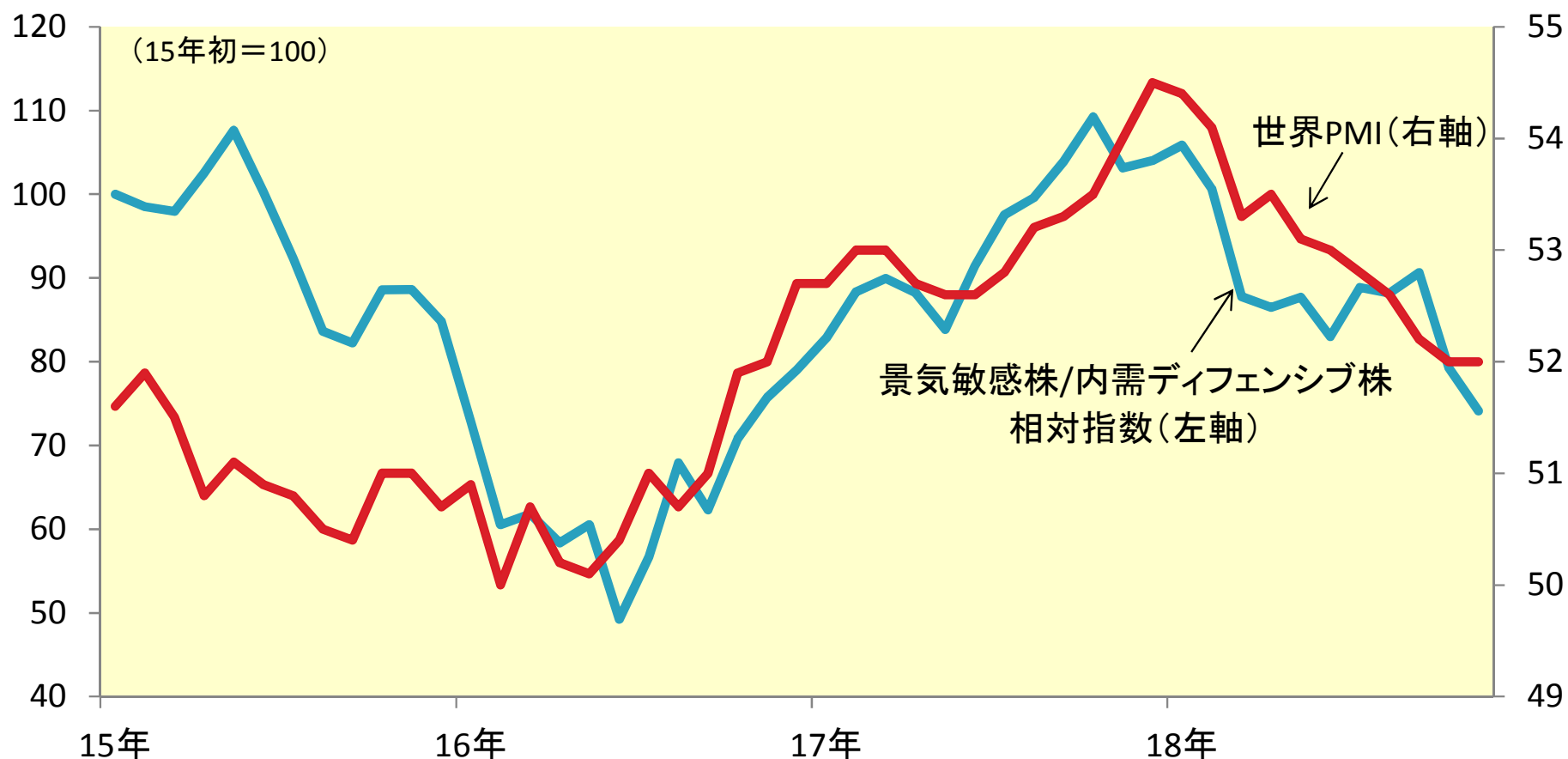
来期高増益率銘柄群

銘柄コード	銘柄名	業種	今期 本決算期	来期予想 営業増益率 (%)	11/26 終値(円)	銘柄コード	銘柄名	業種	今期 本決算期	来期予想 営業増益率 (%)	11/26 終値(円)
9101	郵船	海運業	2019/3	627	1,876	7974	任天堂	その他製品	2019/3	29	32,320
6701	NEC	電気機器	2019/3	100	3,395	3092	ZOZO	小売業	2019/3	29	2,345
7936	アシックス	その他製品	2018/12	67	1,590	4044	セブチ	化学	2019/3	27	2,637
9861	吉野家HD	小売業	2019/2	50	1,911	7732	トプコン	精密機器	2019/3	27	1,578
5938	LIXILグ	金属製品	2019/3	50	1,461	9627	アインHD	小売業	2019/4	26	8,920
6268	ナブテスコ	機械	2018/12	40	3,010	9532	大ガス	電気・ガス業	2019/3	22	2,130
3863	日本紙	パルプ・紙	2019/3	40	2,081	7261	マツダ	輸送用機器	2019/3	21	1,199
7733	オリンパス	精密機器	2019/3	36	3,280	4324	電通	サービス業	2018/12	21	4,945
7011	三菱重	機械	2019/3	33	4,308	8016	オンワード	繊維製品	2019/2	20	668
4911	資生堂	化学	2018/12	33	7,463	9064	ヤマトHD	陸運業	2019/3	20	2,990
3941	レンゴー	パルプ・紙	2019/3	30	984	4503	アステラス	医薬品	2019/3	20	1,691
7012	川重	輸送用機器	2019/3	30	2,644	5214	日電硝	ガラス土石製品	2018/12	19	2,988
9684	スクエニHD	情報・通信業	2019/3	30	3,425	9831	ヤマダ電	小売業	2019/3	19	541
5406	神戸鋼	鉄鋼	2019/3	30	900	4401	ADEKA	化学	2019/3	19	1,716
2579	コカBJH	食料品	2018/12	30	3,370	4523	エーザイ	医薬品	2019/3	18	9,778

(出所)AstraManagerより大和証券作成、11/26現在。TOPIX500対象銘柄で来期営業増益率が高い銘柄順に表示(電力除く)

グローバル景況感の鈍化一服で物色に変化の可能性も

グローバルPMIと景気敏感株/内需ディフェンシブ株相対指数



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、TOPIX500の時価総額5000億円以上の銘柄でベータ値の高い上位15銘柄を景気敏感株、ベータ値の低い上位15銘柄を内需ディフェンシブ株と定義し指数化した

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約定代金に対して最大 0.97200%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）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、損失が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、損失が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 30 年 11 月 30 日現在）

シード平和(1739) 大東建設(1814) 翻訳センター(2483) セキュアヴェイル(3042) ラクト・ジャパン(3139) 三洋貿易(3176) ANAP(3189) 日本ヘルスケア投資法人(3308) タイセイ(3359) サカイオーベックス(3408) ケー・エフ・シー(3420) 宮地エンジニアリンググループ(3431) 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) ザイマックス・リート投資法人(3488) ウイルプラスホールディングス(3538) デファクトスタンダード(3545) マツオカコーポレーション(3611) GMOベバポ(3633) バビレス(3641) エイチチーム(3662) エニグモ(3665) テクマトリックス(3762) アステリア(3853) ダブルスタンダード(3925) うるる(3979) テモナ(3985) シェアリングテクノロジー(3989) すらネット(3998) ラサ工業(4022) 日本化学工業(4092) 田岡化学工業(4113) 旭有機材(4216) テイクアンドギブ・ニーズ(4331) システムサポート(4396) チームスピリット(4397) 第一工業製薬(4461) ジーンテクノサイエンス(4584) フォーカスシステムズ(4662) 日本色材工業研究所(4920) ハーバー研究所(4925) OATアグリオ(4979) ユータイ(5357) 日本金属(5491) 大紀アルミニウム工業所(5702) 日本伸銅(5753) 東京製綱(5981) 日本動物高度医療センター(6039) 三機サービス(6044) トレンジーズ(6069) ウィルグループ(6089) 岡本工作機械製作所(6125) ロゼッタ(6182) 妙徳(6265) 荏原実業(6328) テセック(6337) 三精テクノロジー(6357) 日本ビストンリング(6461) 三相電機(6518) Orchestra Holdings(6533) インターネットインフィニティ(6545) エスユーエス(6554) みらいワークス(6563) コンヴァノ(6574) ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス(6575) ユニデンホールディングス(6815) アドバンテスト(6857) エノモト(6928) 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) 日本モーゲージサービス(7192) ミクニ(7247) 初穂商事(7425) 大興電子通信(8023) ユニー・ファミリーマートホールディングス(8028) ルックホールディングス(8029) マネーパートナーズグループ(8732) フジ住宅(8860) 大和証券オフィス投資法人(8976) 日本賃貸住宅投資法人(8986) プティックス(9272) ビジョン(9416) エフオン(9514) 燦ホールディングス(9628) ユニマットリタイアメント・コミュニティ(9707) 帝国ホテル(9708) 学究社(9769) 元気寿司(9828) 日本電計(9908) (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 29 年 12 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。

ホクト(1379) アクシーズ(1381) E・Jホールディングス(2153) パソナグループ(2168) ヤクルト本社(2267) ユニゾホールディングス(3258) アクティビア・プロパティーズ投資法人(3279) 東急不動産ホールディングス(3289) One リート投資法人(3290) ヒューリックリート投資法人(3295) トーセイ・リート投資法人(3451) サムティ・レジデンシャル投資法人(3459) 三井不動産ロジスティクスパーク投資法人(3471) 三菱地所物流リート投資法人(3481) 伊藤忠アドバンス・ロジスティクス投資法人(3493) シーティーエス(4345) ラクスル(4384) メルカリ(4385) バンク・オブ・イノベーション(4393) システムサポート(4396) チャーム・ケア・コーポレーション(6062) アトラエ(6194) 大同工業(6373) キュービーネットホールディングス(6571) ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス(6575) ルネサスエレクトロニクス(6723) 星和電機(6748) エノモト(6928) CRGホールディングス(7041) アクセスグループ・ホールディングス(7042) ポート(7047) ジャパンインベストメントアドバイザー(7172) GMOフィナンシャルホールディングス(7177) アイベッパ損害保険(7323) タカショー(7590) オウエル(7670) サンワテック(8137) 清水銀行(8364) 愛知銀行(8527) サンフロンティア不動産(8934) オリックス不動産投資法人(8954) 大和ハウスリート投資法人(8984) ナルミヤ・インターナショナル(9275) スマートバリュー(9417) ソフトバンク(9434) (銘柄コード順)