

PASSION
FOR THE
BEST

見方が割れる日米株式相場の今後の行方は？ ～年末に向けた日米株式相場の上昇シナリオは不変～



2019年4月17日

投資情報部 シニアストラテジスト

石黒 英之

大和証券

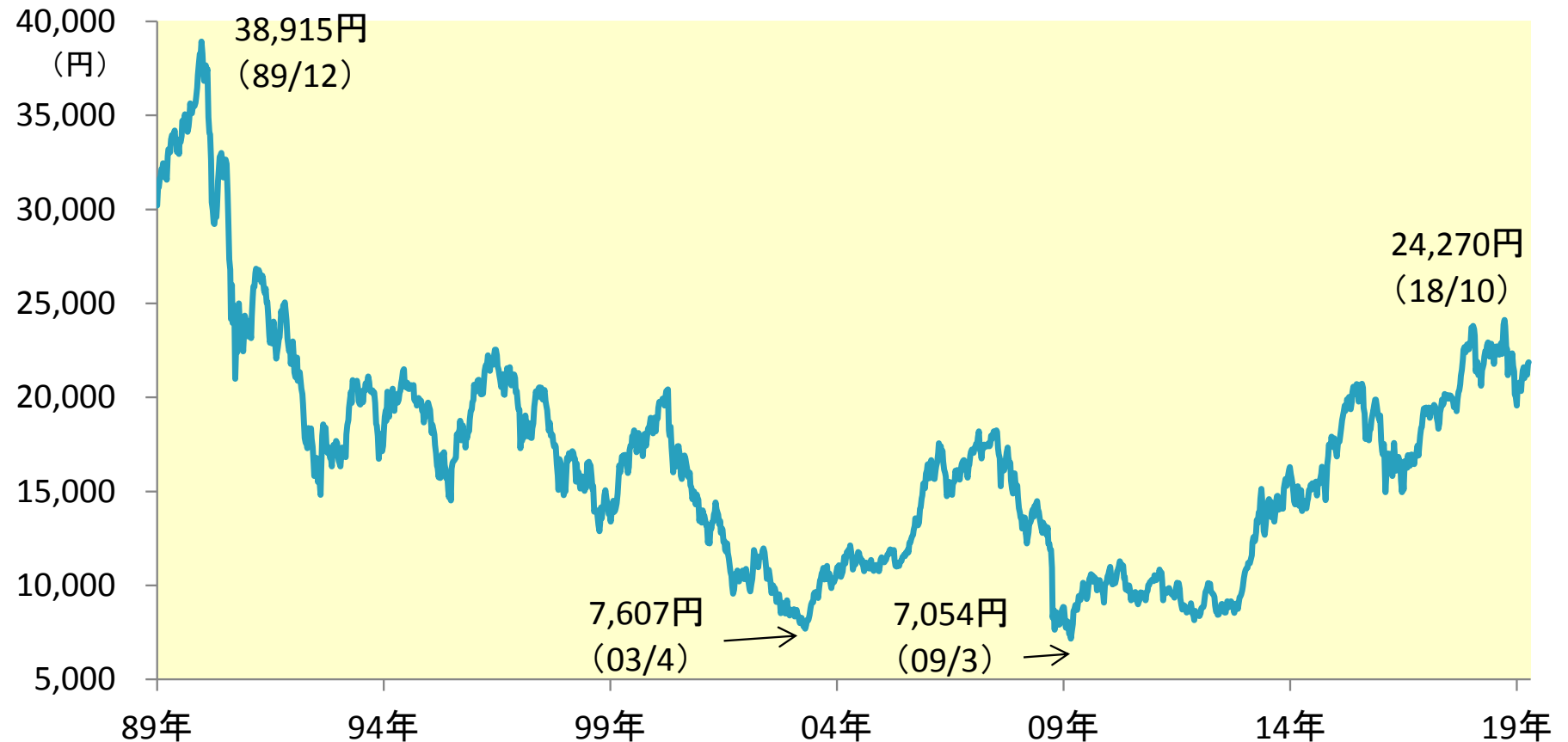
Daiwa Securities

【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テレ東などの番組に出演

平成相場を振り返る①

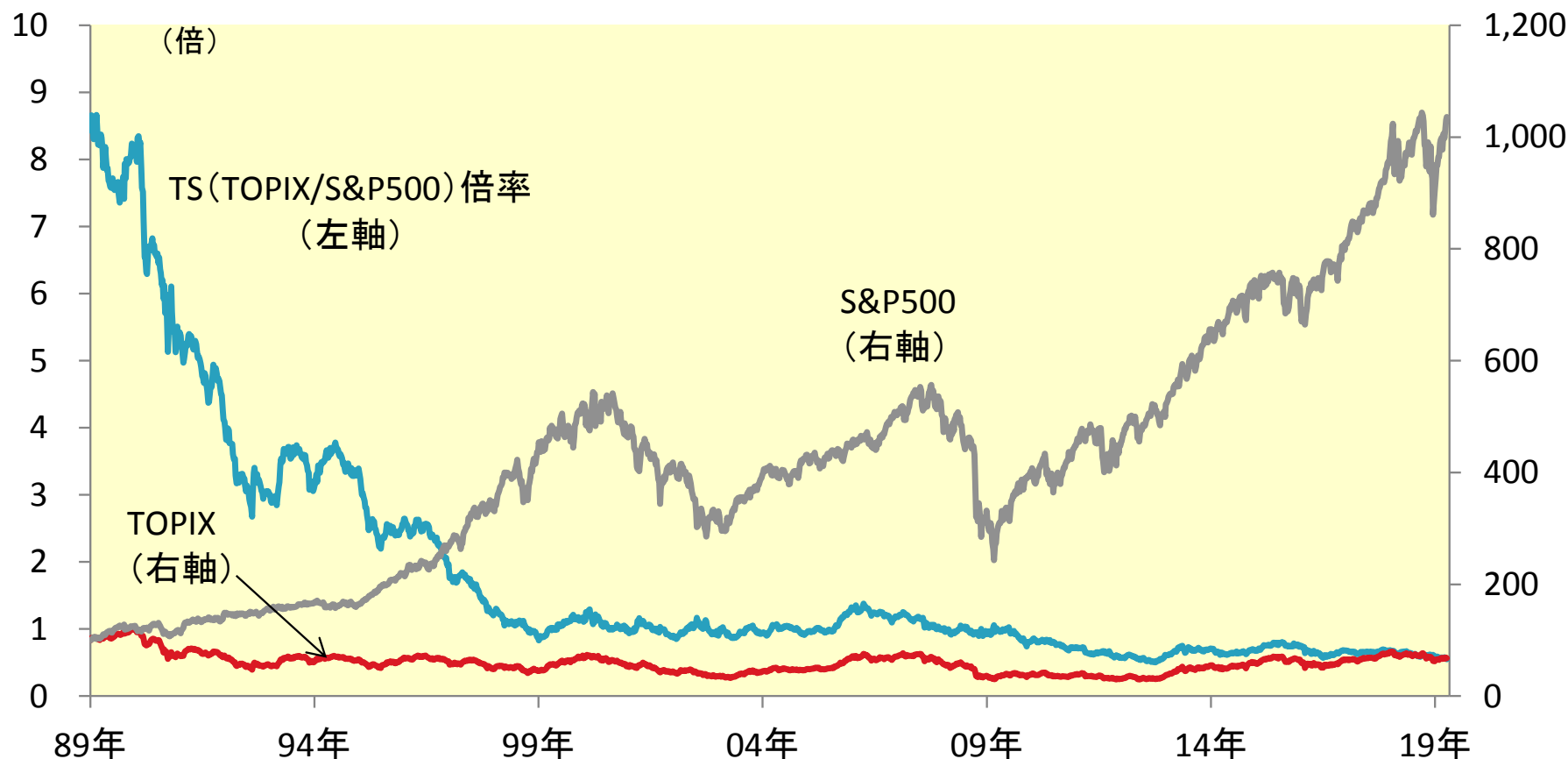
平成の日経平均株価推移



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、4/12まで

平成相場を振り返る②

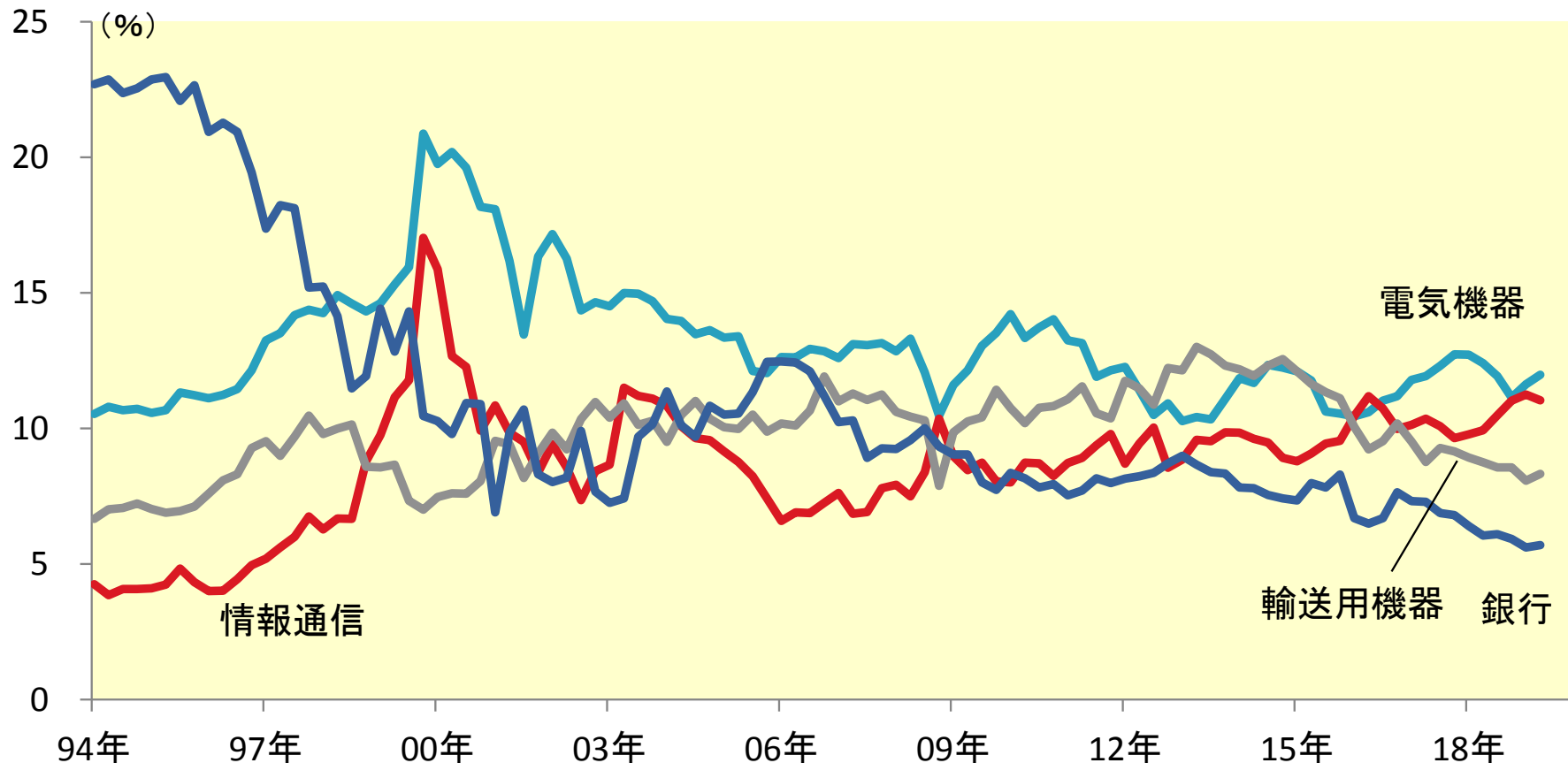
TS倍率とTOPIX & S&P500（平成直前終値 = 100）



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、4/12まで

平成相場を振り返る③～時代は変わった～

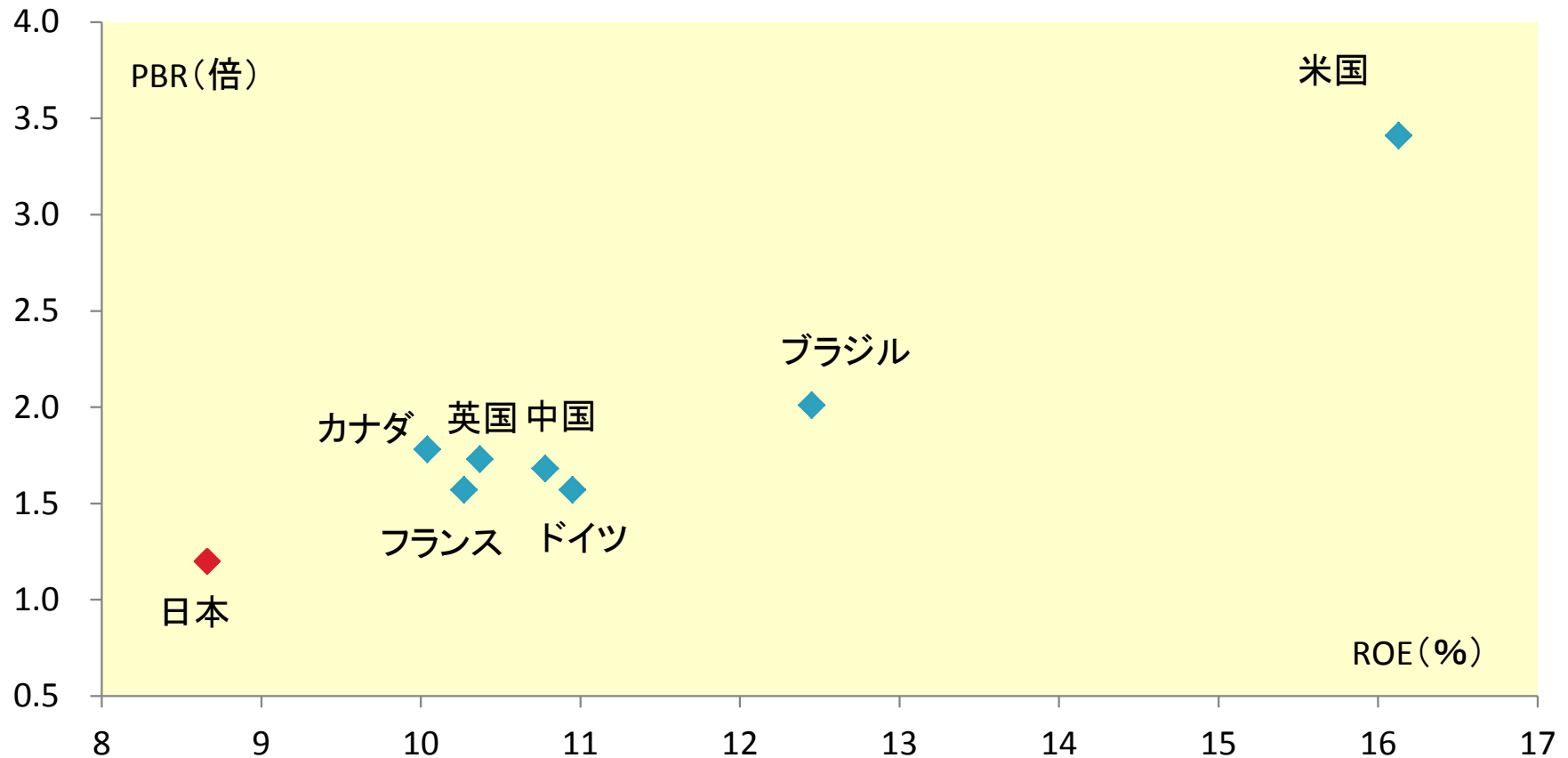
東証1部の業種別時価総額比率



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、4/12まで

バリュエーションやROEからみる日本株の立ち位置

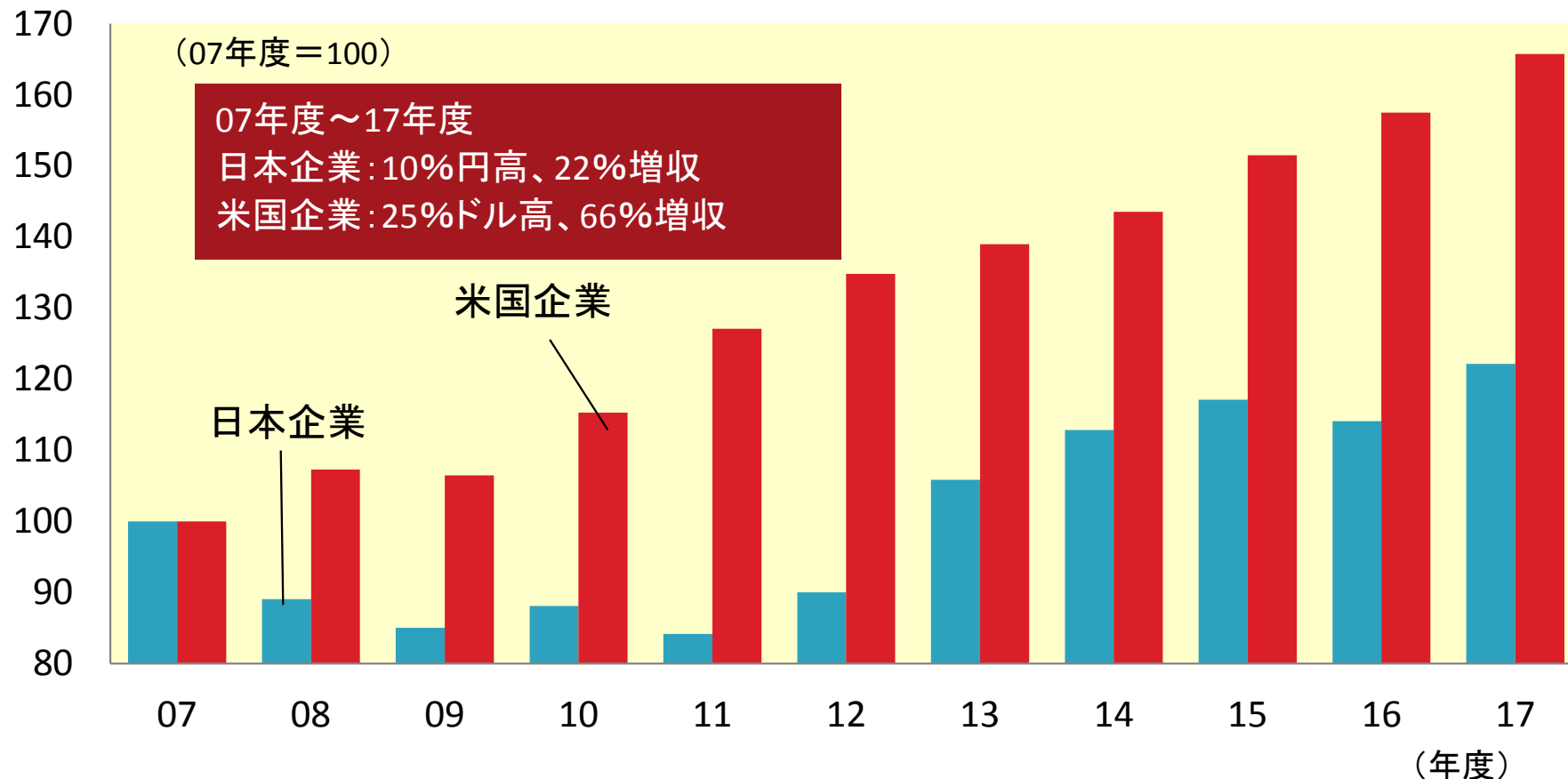
各国株のROEとPBR



(出所) Bloombergより大和証券作成、4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)

広がる日米間の業績格差

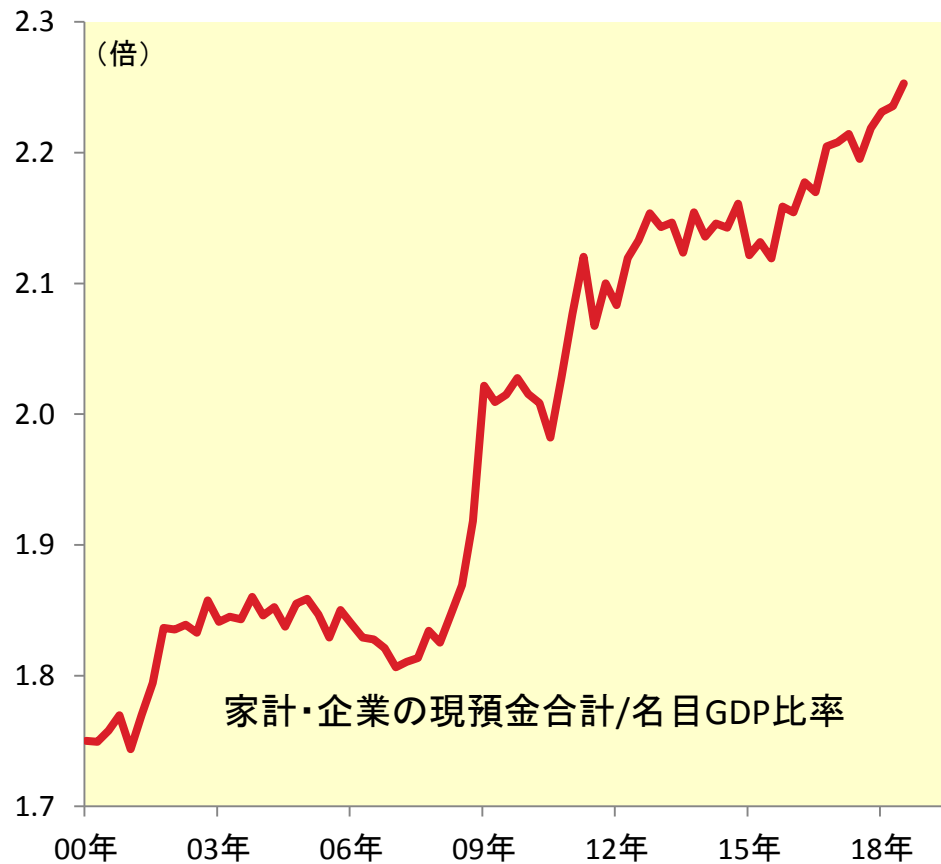
日米上位30社の売上高比較（07年度＝100）



(出所)ブルームバーグより大和証券作成 ※金融・エネルギー除く
円、ドルは日経通貨インデックスを用いた

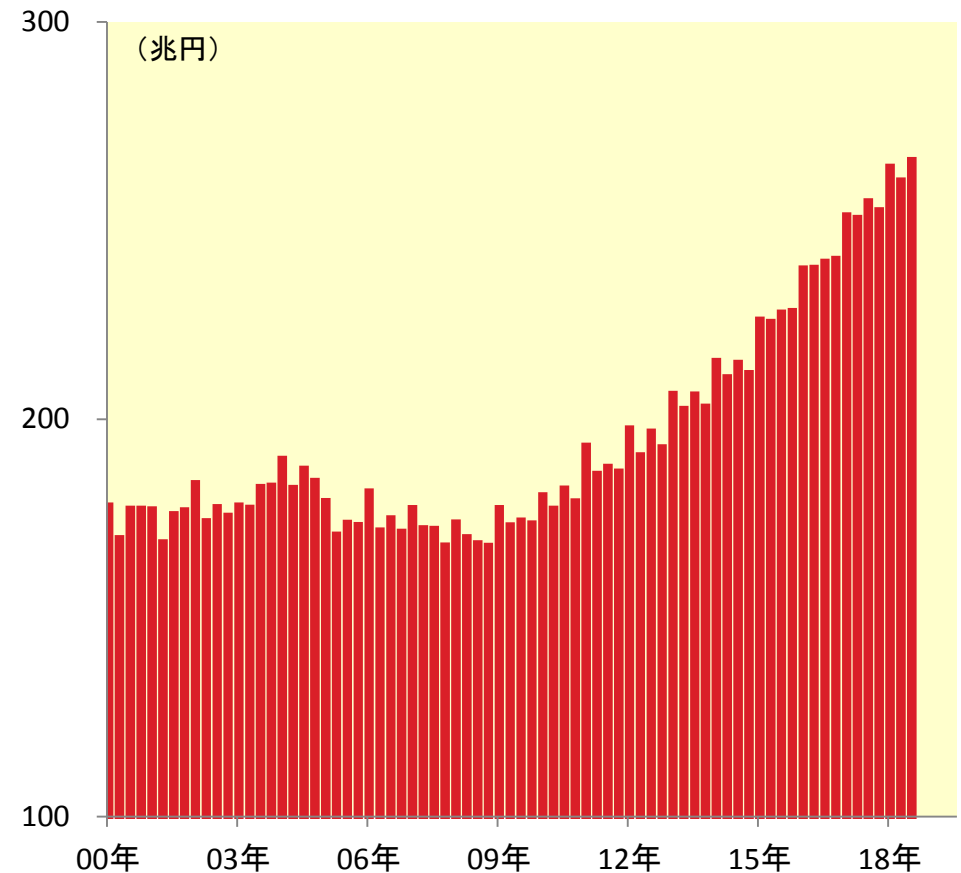
過剰に積み上がった現預金の有効活用が焦点

家計・企業の現預金合計/名目GDP比率



(出所)ブルームバーグ、日本銀行より大和証券作成

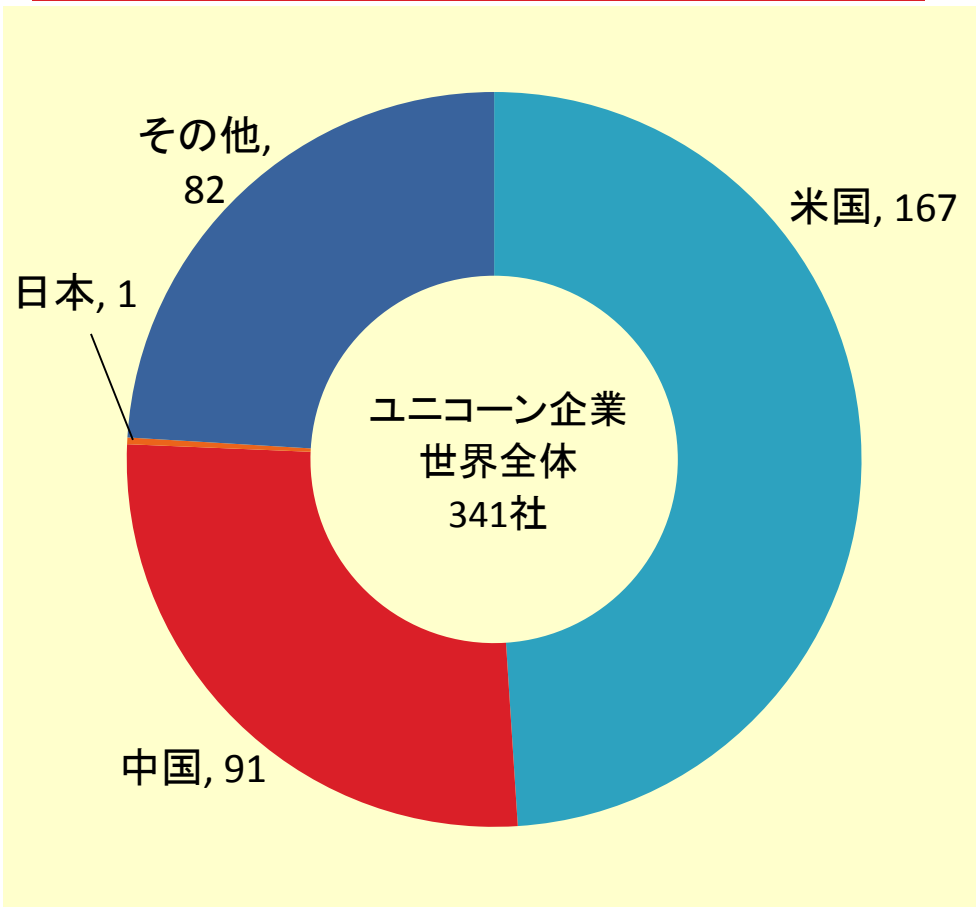
民間非金融法人企業の現預金合計



(出所)日本銀行より大和証券作成

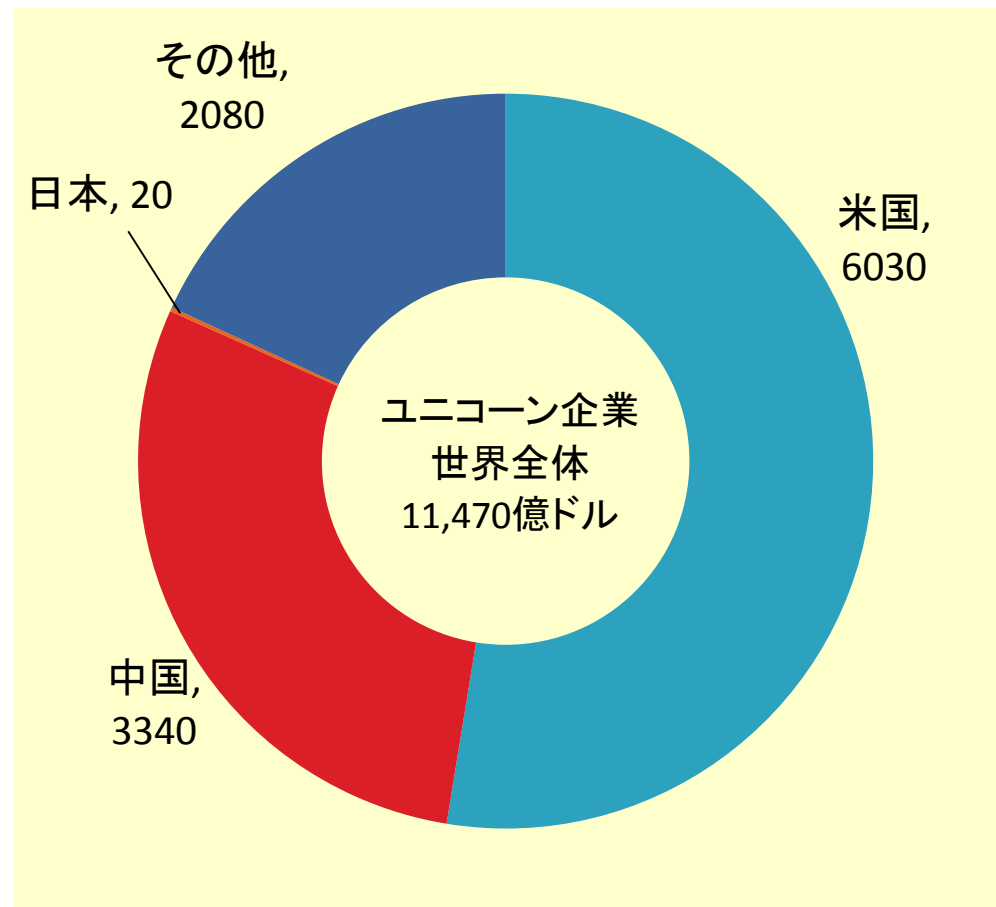
世界のなかでみた日本企業の存在感は低い

主要国のユニコーン企業数



(出所)CBインサイトより大和証券作成、数字の単位は社数、4/10時点

主要国のユニコーン企業の時価総額



(出所)CBインサイトより大和証券作成、数字の単位は億ドル、4/10時点

☆当面の相場動向について
～景気回復シナリオを織り込む展開へ～

実体経済と株価の関係からすると現在の株価は中立水準に回帰

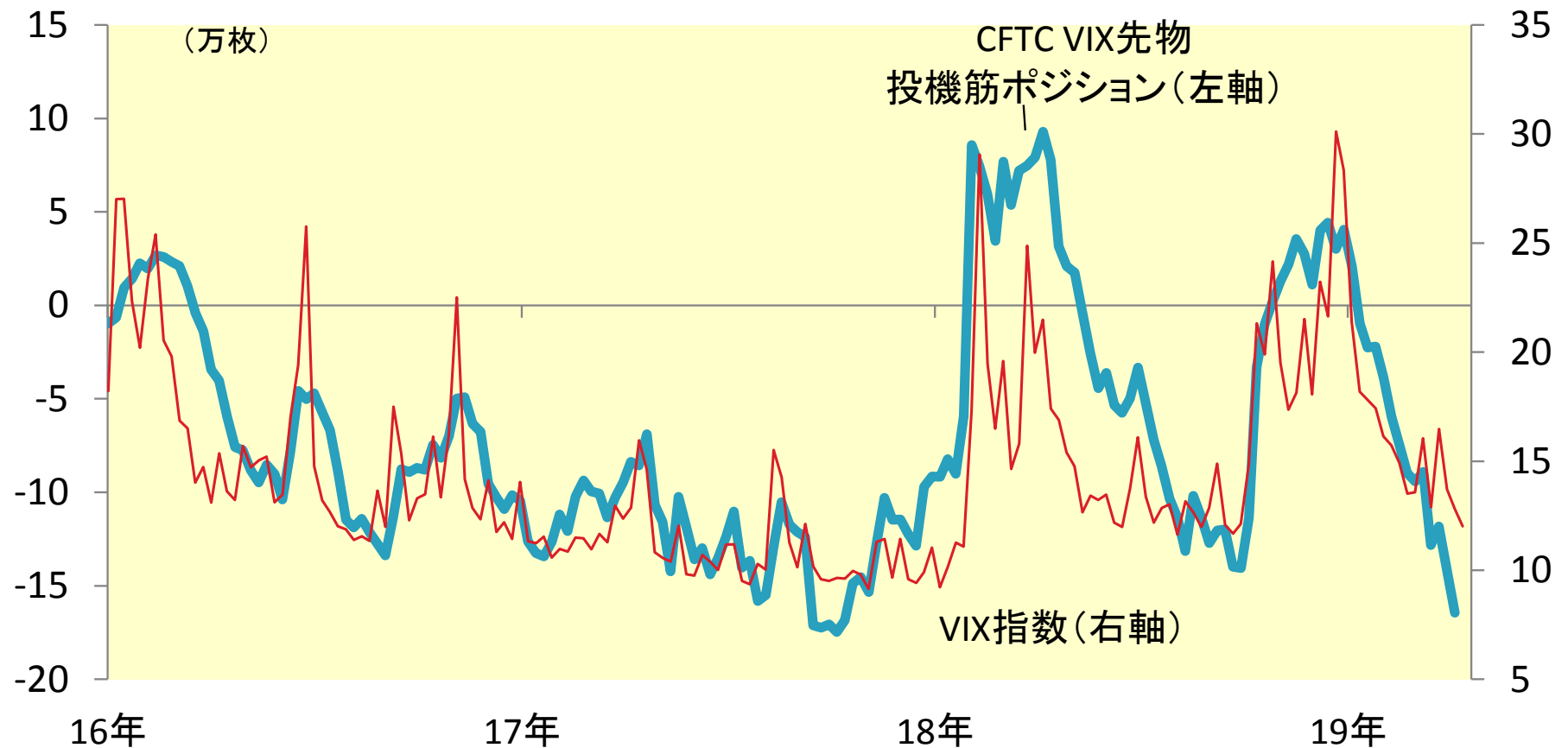
世界の名目GDPに対する株式時価総額比率



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、時価総額は4/12時点、18年、19年の名目GDPはIMF予想の成長率にインフレ率2%と仮定して試算

VIX先物ショートポジションの巻き戻しにも短期的には要警戒

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、VIX先物は4/9時点、VIX指数は4/12まで

当面はプラス材料とマイナス材料の綱引きが続く可能性

プラス材料

- ①米利上げ停止 & カネ余り継続
- ②米中通商交渉進展期待
- ③中国の景気政策効果への期待
- ④中国株の明確な上昇
- ⑤新興国の金融緩和
- ⑥①～⑤による世界景気回復期待等

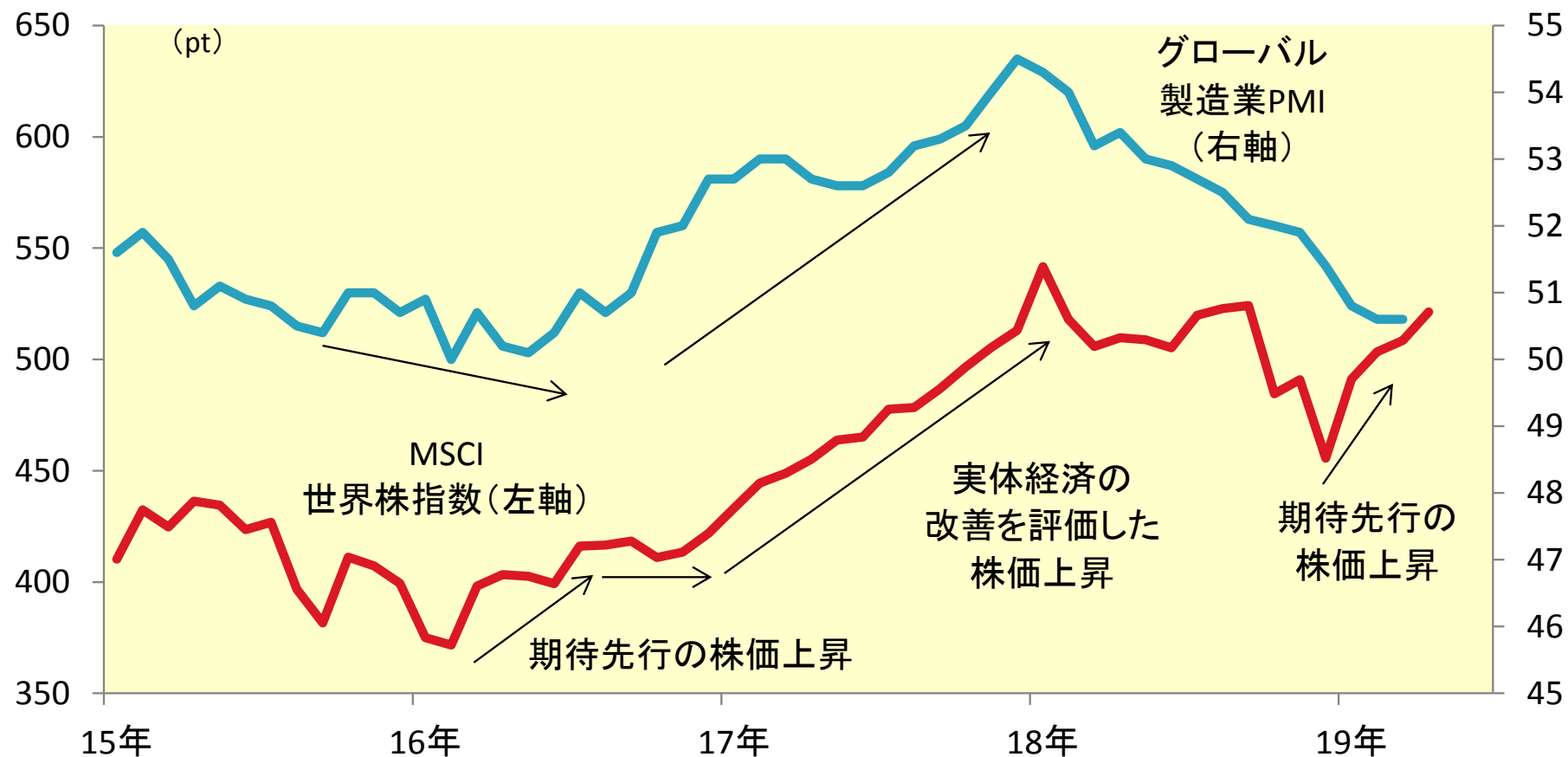
マイナス材料

- ①米金融引き締めの再開
- ②米中通商交渉決裂懸念
- ③中国の景気政策が不発
- ④中国株の失速
- ⑤①による新興国の不安再燃
- ⑥①～⑤による世界景気失速懸念
- ⑦米国の債務上限交渉の混迷
- ⑧欧州議会選挙とBrexitの行方等

(出所)大和証券作成

株価の一段の上昇にはファンダメンタルズの改善が不可欠

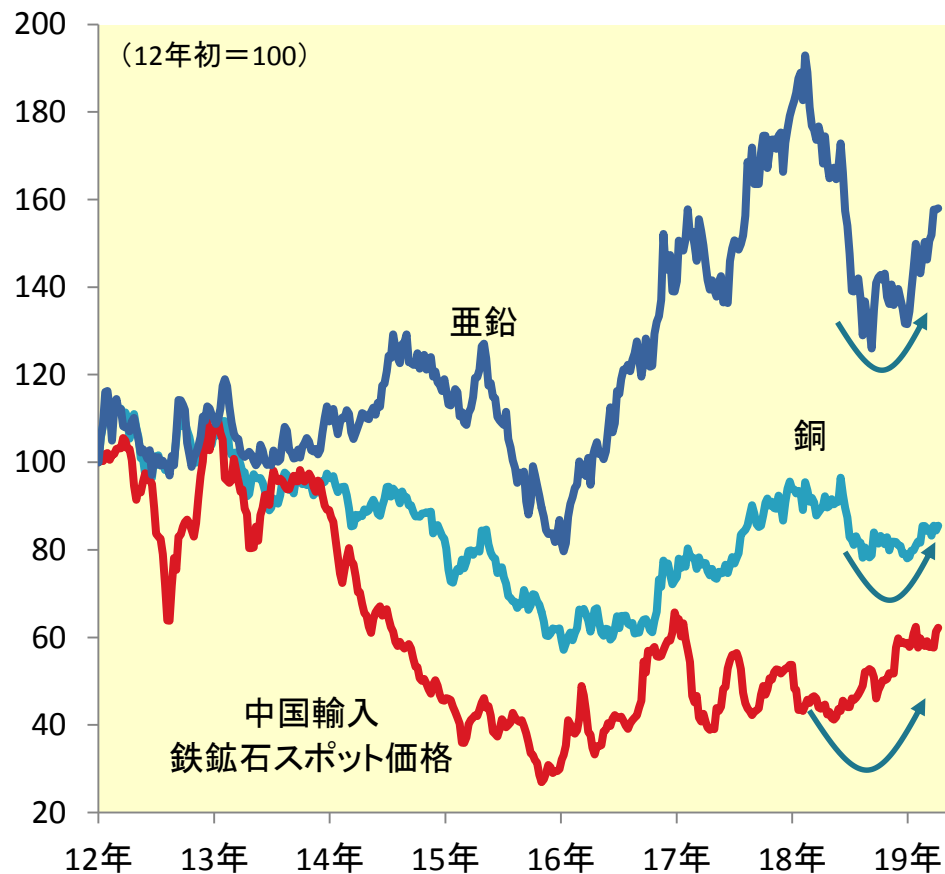
グローバル製造業PMIとMSCI世界株指数



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、世界株指数は4/10まで、PMIは3月まで

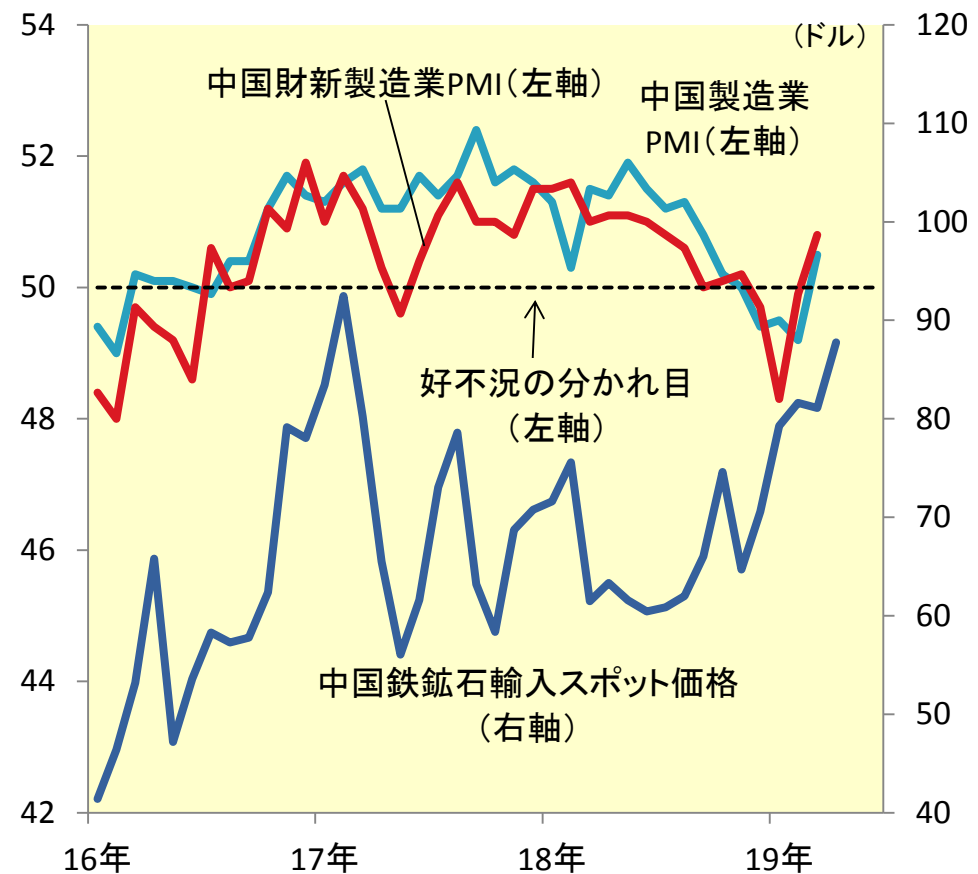
世界景気の先行き改善を示唆する動きも①

銅・亜鉛先物価格と中国輸入鉄鉱石価格



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、4/12まで
※12年初=100として指数化

中国製造業PMIと鉄鉱石価格

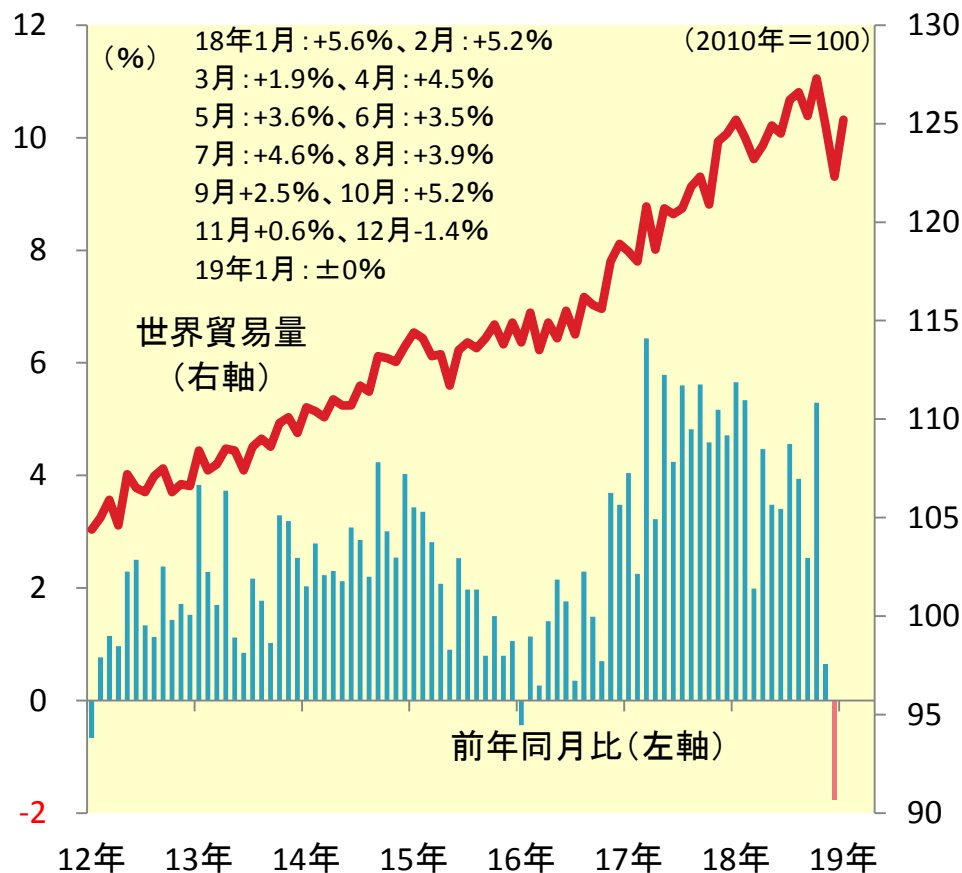


(出所)ブルームバーグより大和証券作成、PMIは3月、鉄鉱石は4/12まで

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。

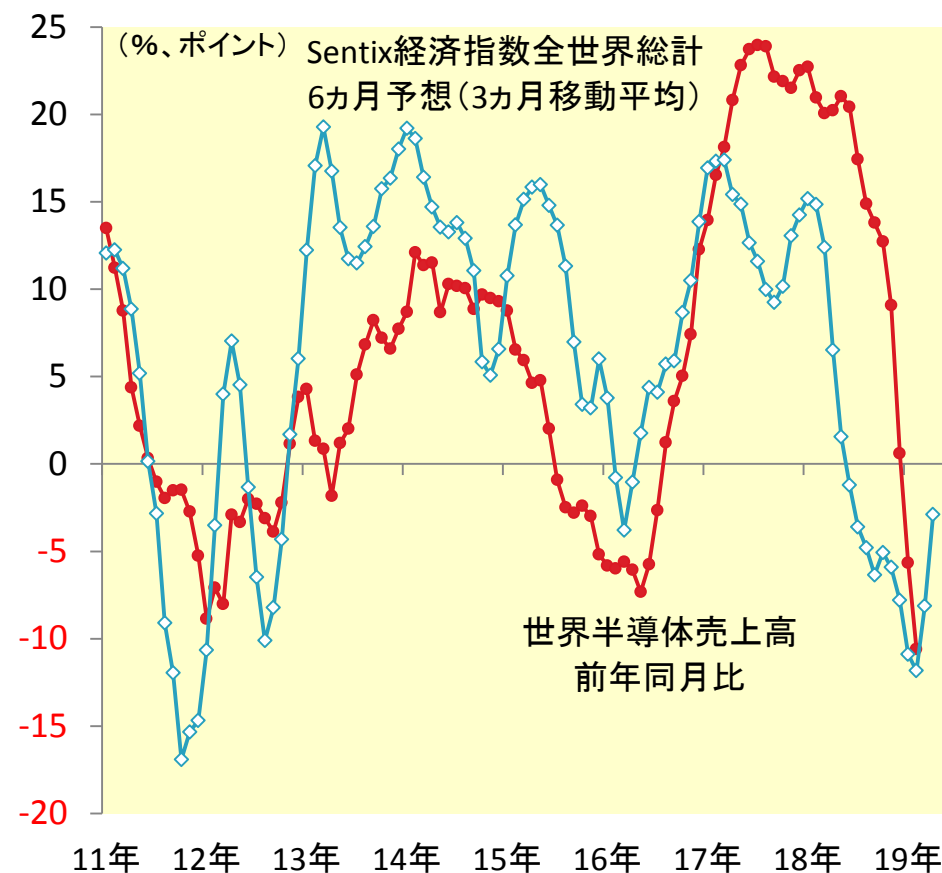
世界景気の先行き改善を示唆する動きも②

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、1月まで

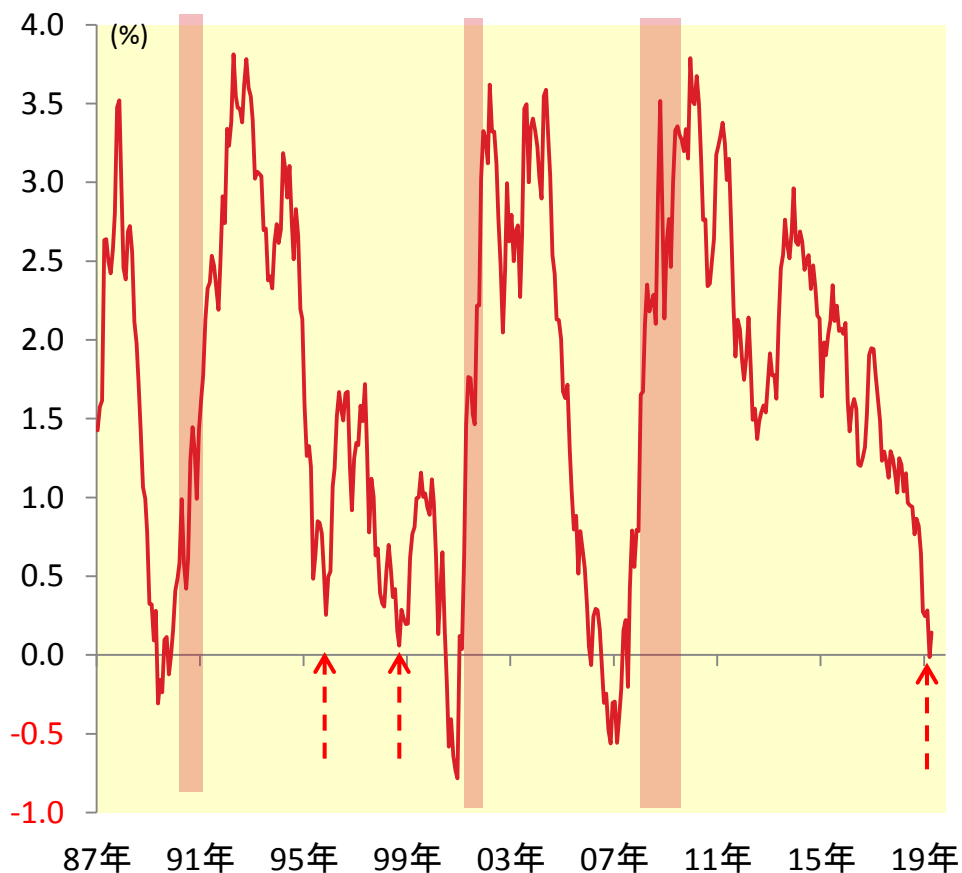
Sentix世界景況感指数と半導体売上高



(出所)ブルームバーグより大和証券作成
 ※半導体売上高は2月、Sentixは4月まで

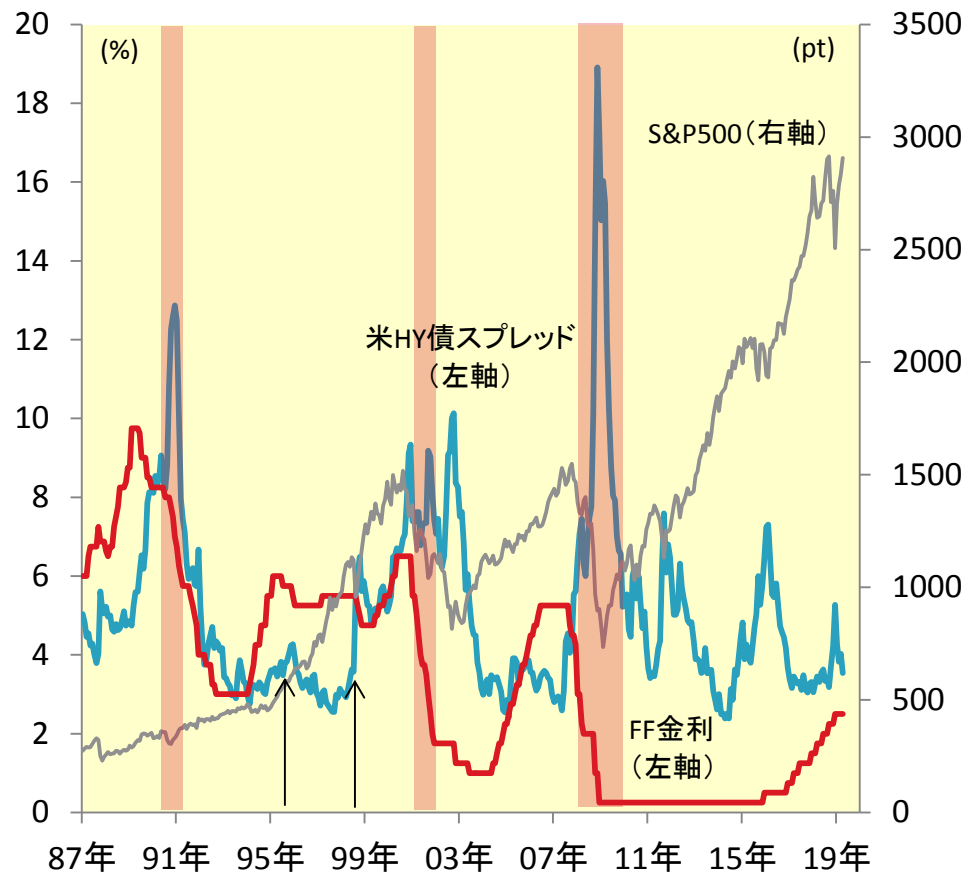
米国は本格的にリセッションシグナルが点灯したわけではない

米国債10年-短期国債3ヵ月



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、4/12まで
※シャドー部は景気後退期

米国株価 & 米ハイールド債スプレッド & FF金利

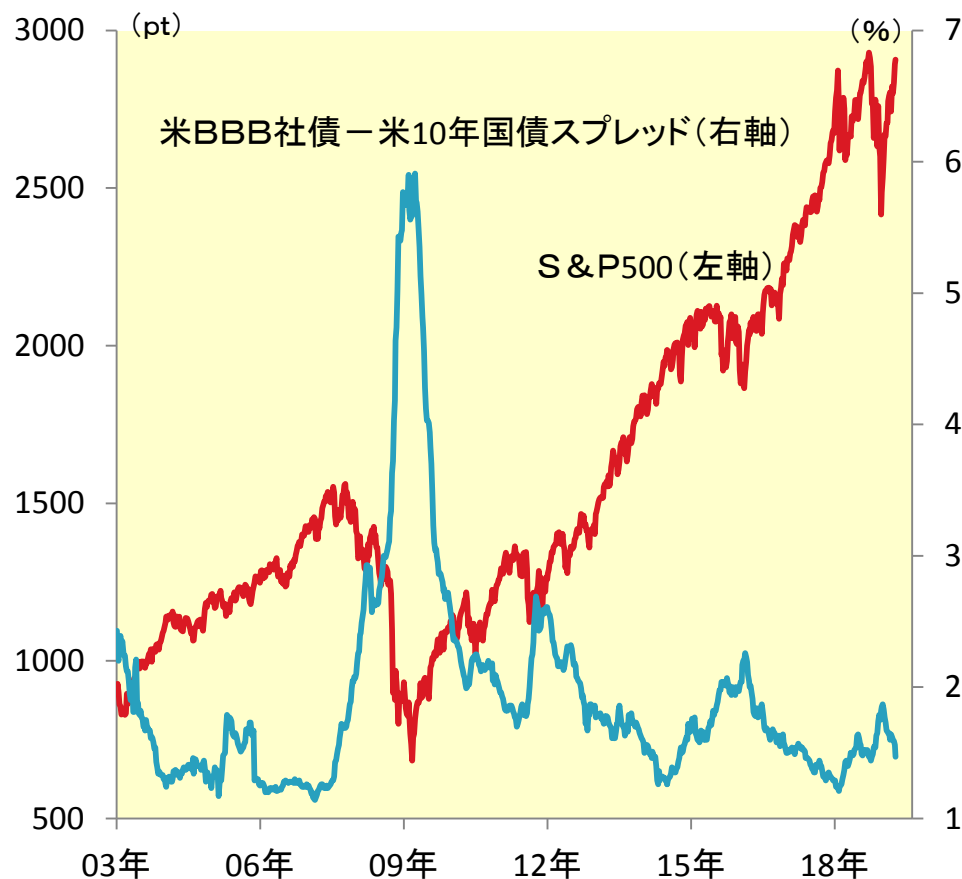


(出所)ブルームバーグより大和証券作成、4/12まで
※シャドー部は景気後退期

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。

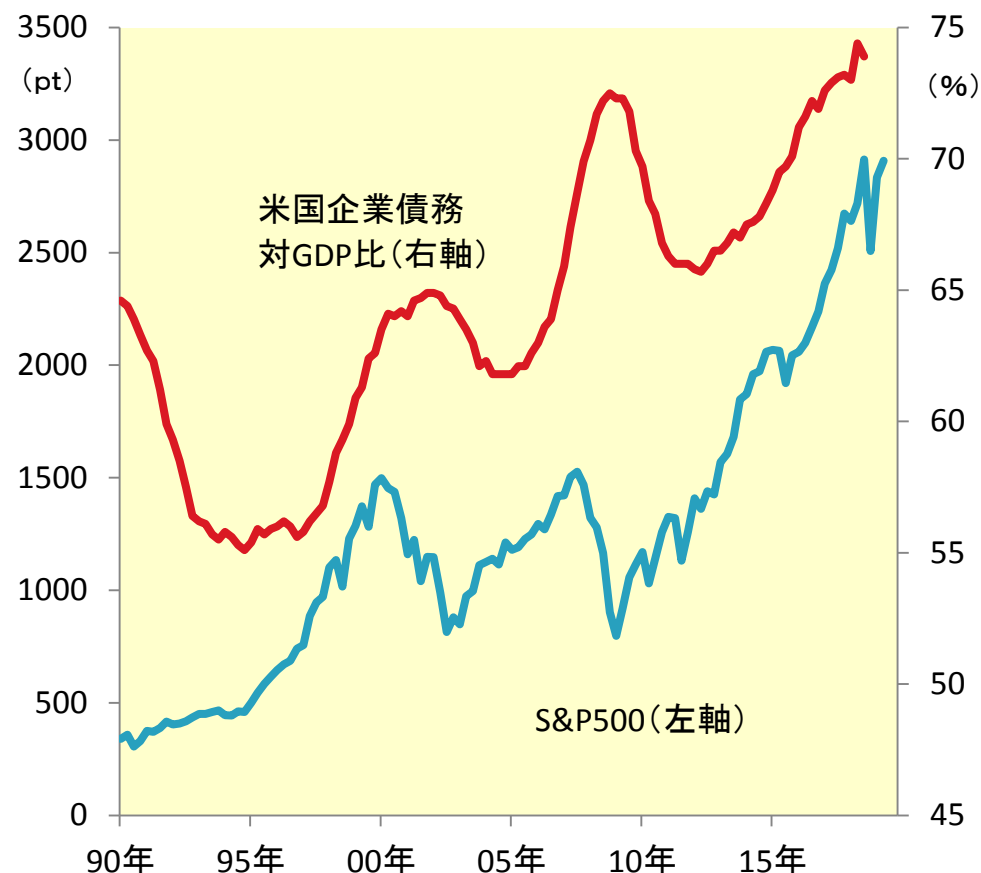
企業債務が高水準で米FRBの利上げ再開は当面見送りへ

米BBB社債-米10年国債スプレッドとS & P 500



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、4/12まで

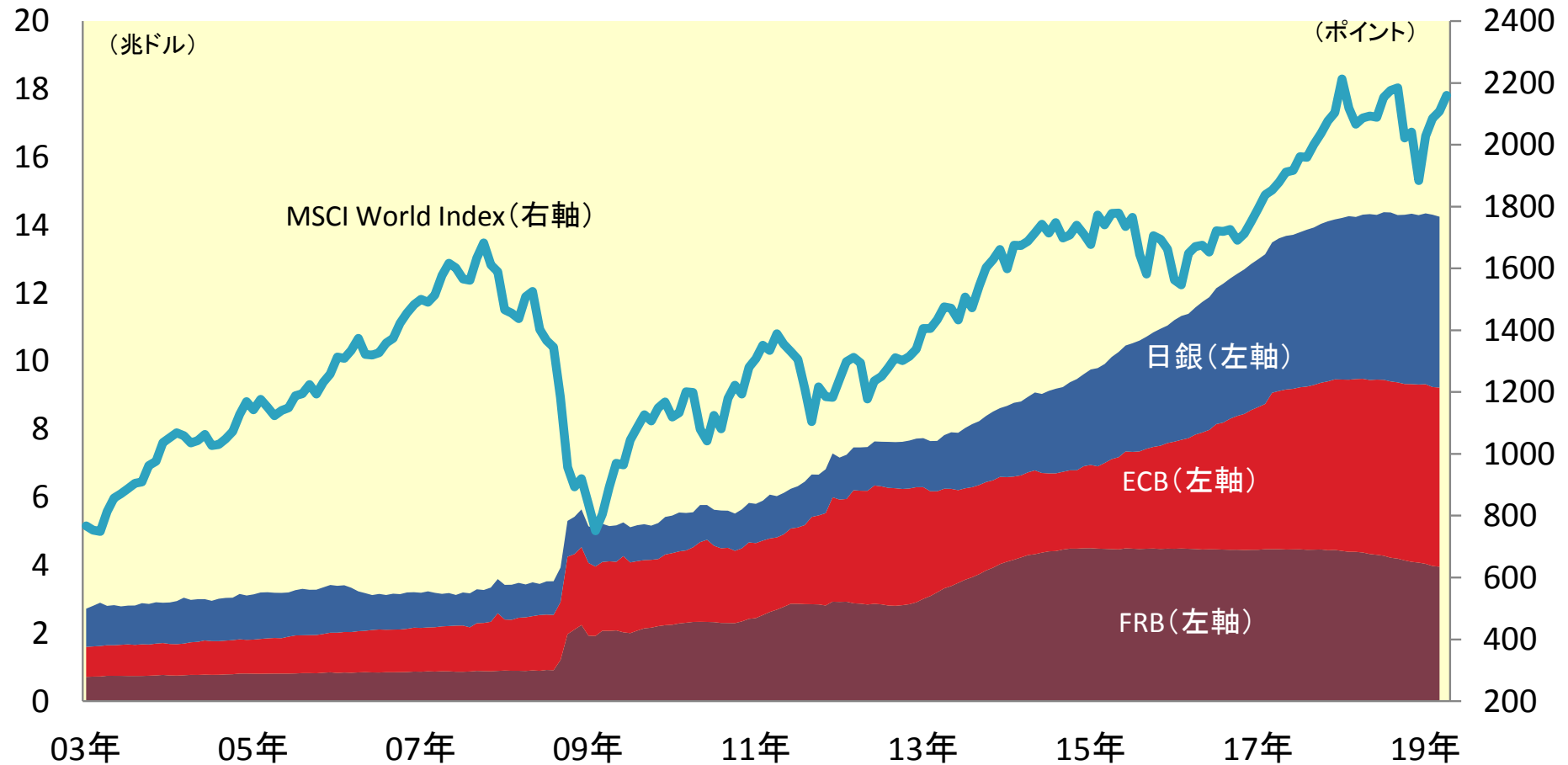
米企業債務対GDP比とS&P500



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、S&P500は4/12まで、
企業債務対GDP比は18年9月まで

秋口以降に再び日米欧中銀のバランスシートは拡大基調へ

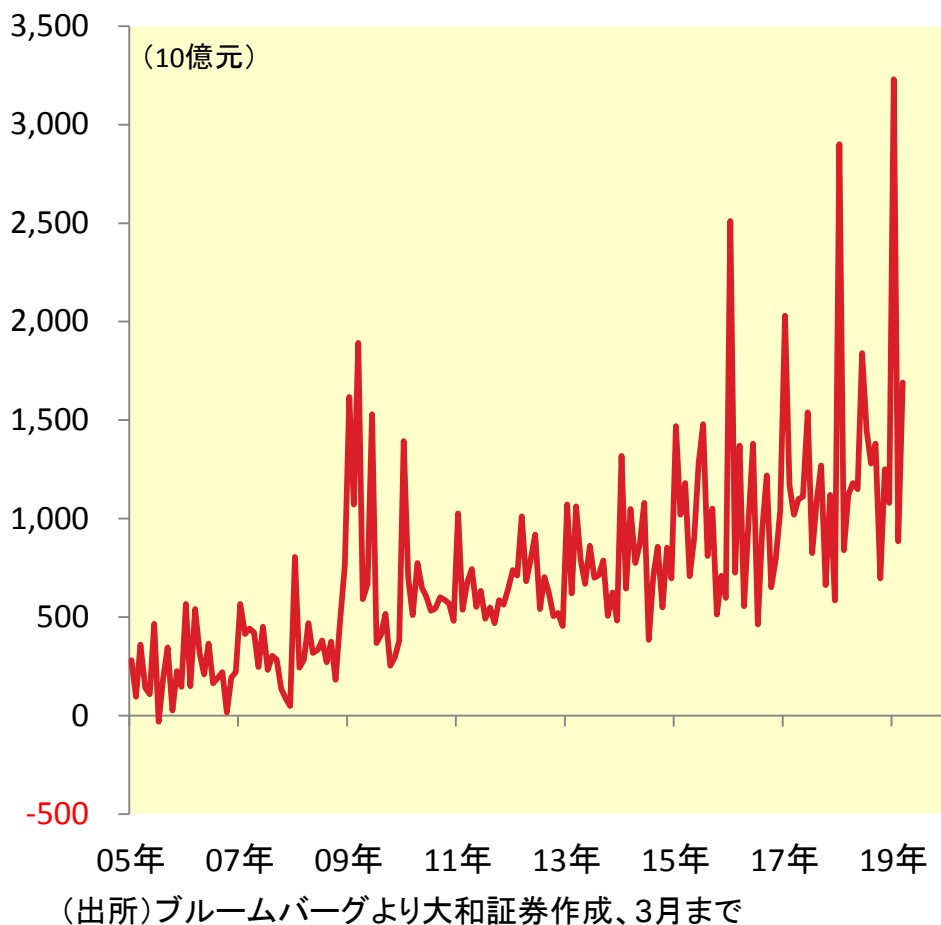
日米欧中銀の総資産合計とMSCI World Index



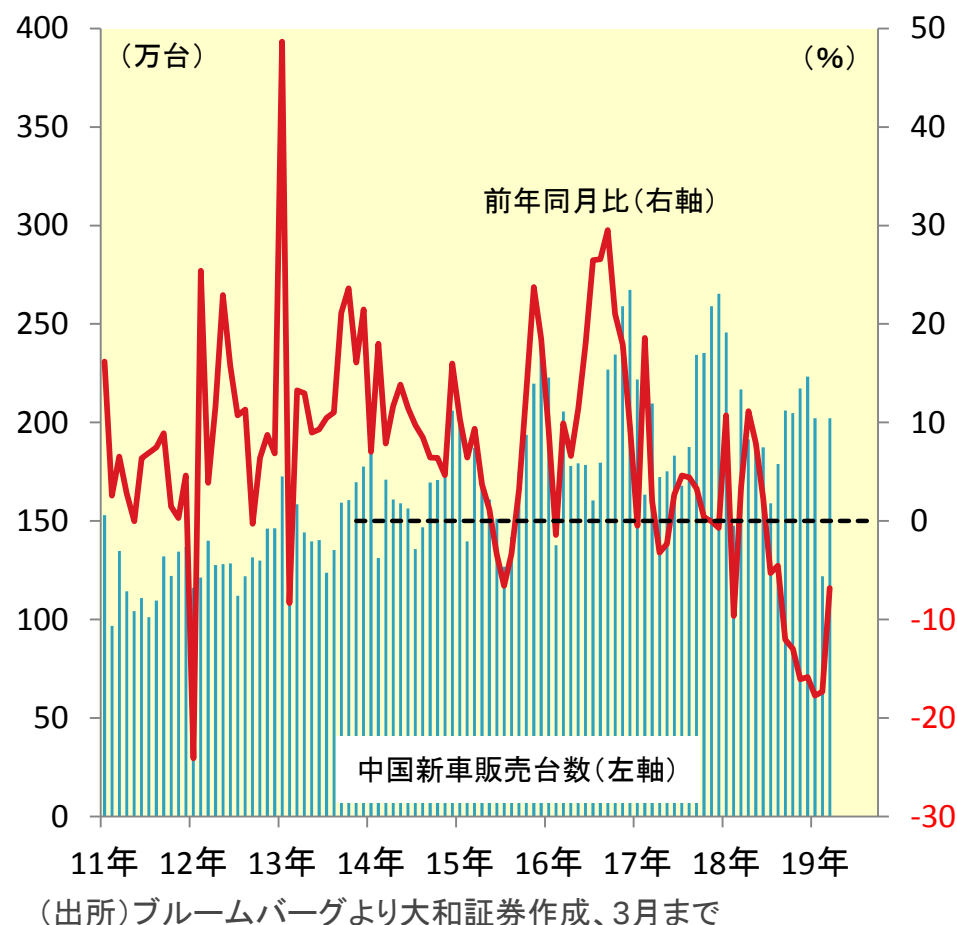
(出所)ブルームバーグより大和証券作成、総資産合計は3月末時点、株価は4/12まで

中国当局の動きに変化の可能性

中国人民元建新規融資額

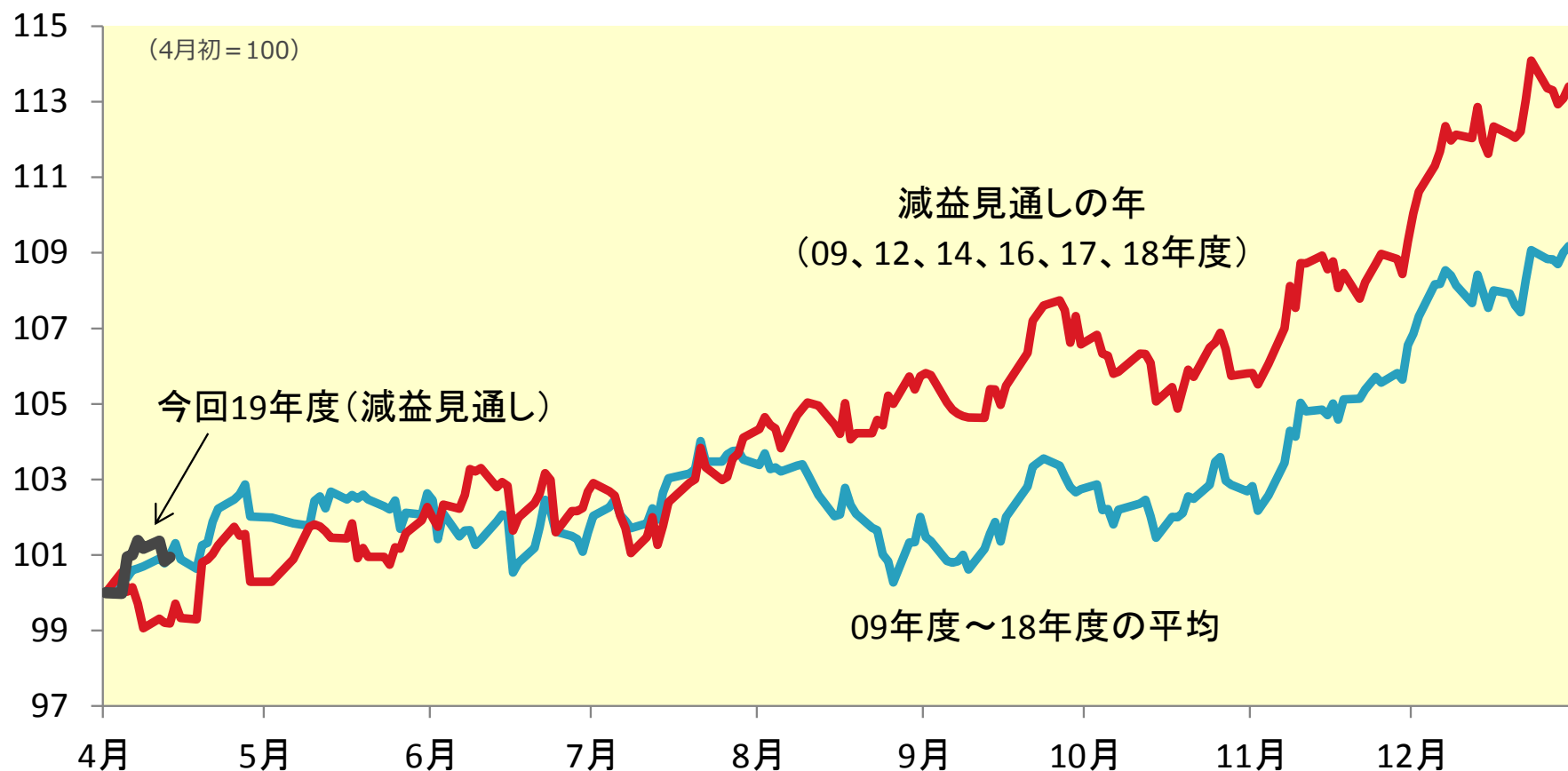


上海総合指数と中国人民元



期初減益見通しの年度は夏場以降株価がより上昇する傾向に

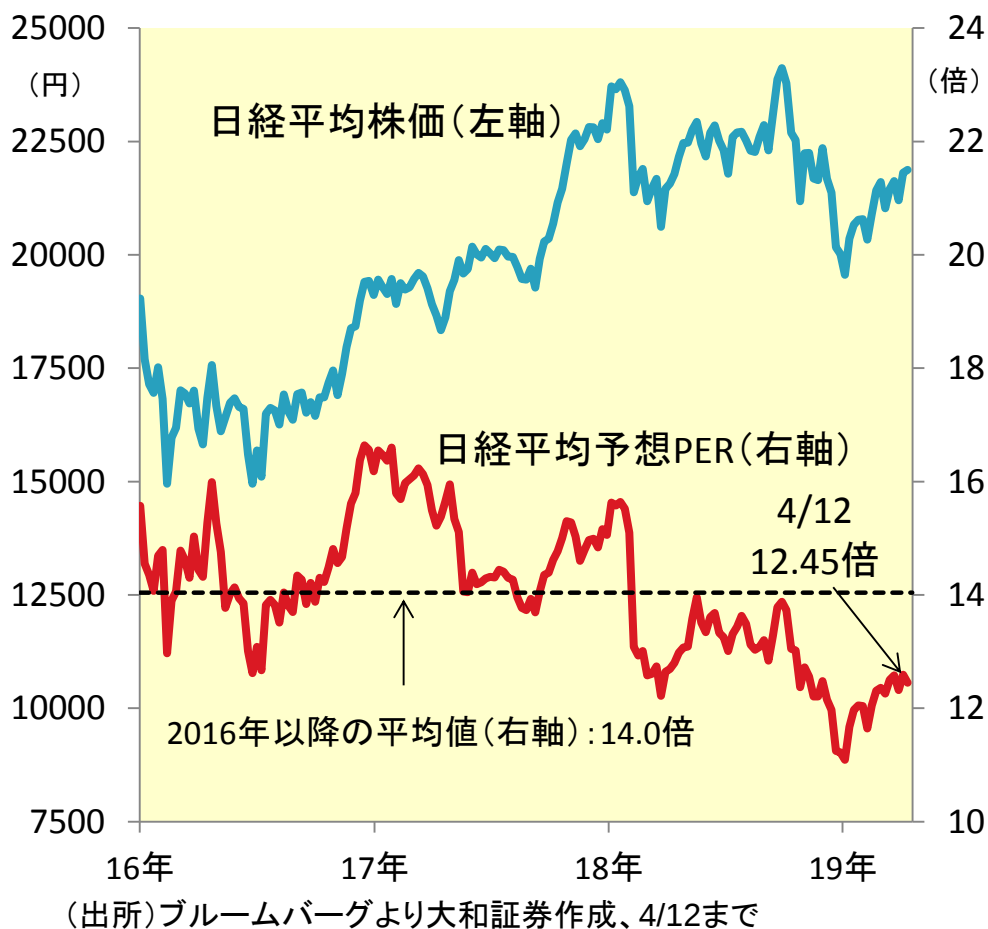
期初減益見通しの年度の日経平均（09～18年度）



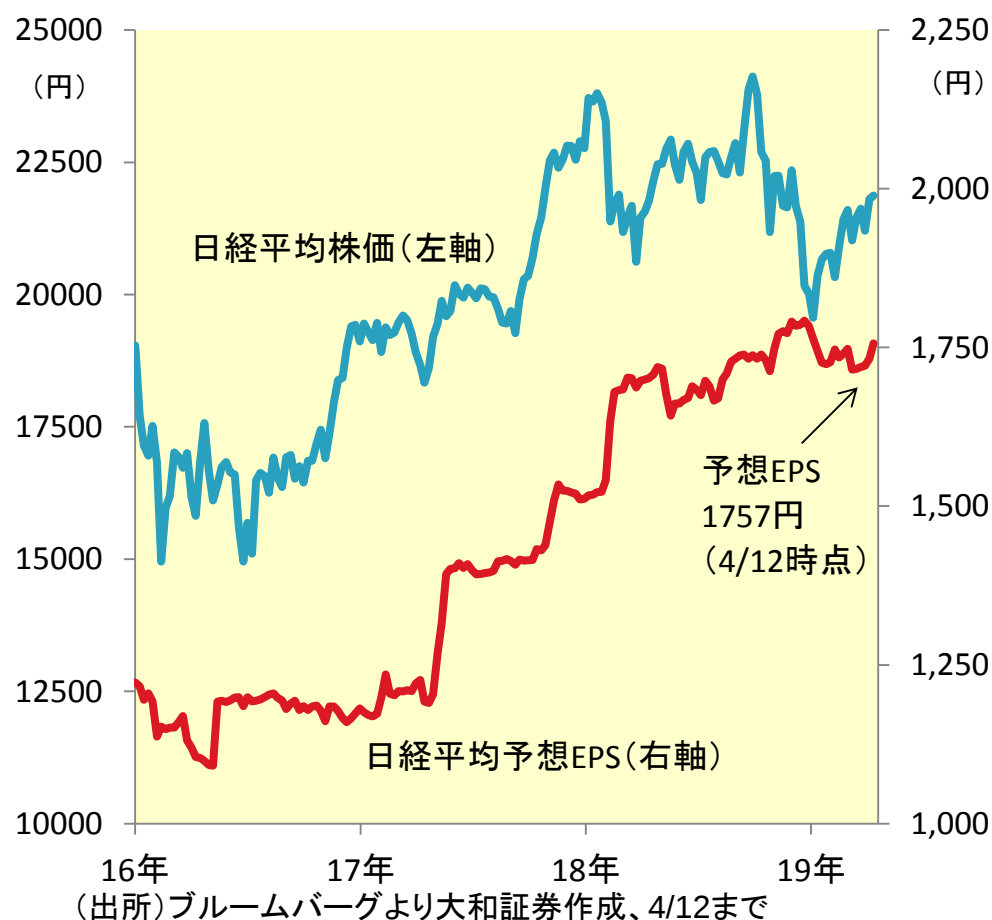
(出所)ブルームバーグ、日銀短観より大和証券作成、減益見通しは日銀短観3月調査の新年度見通しを用いた

予想EPSの改善を織り込む形で予想PERは上昇する傾向

日経平均予想PERと日経平均株価

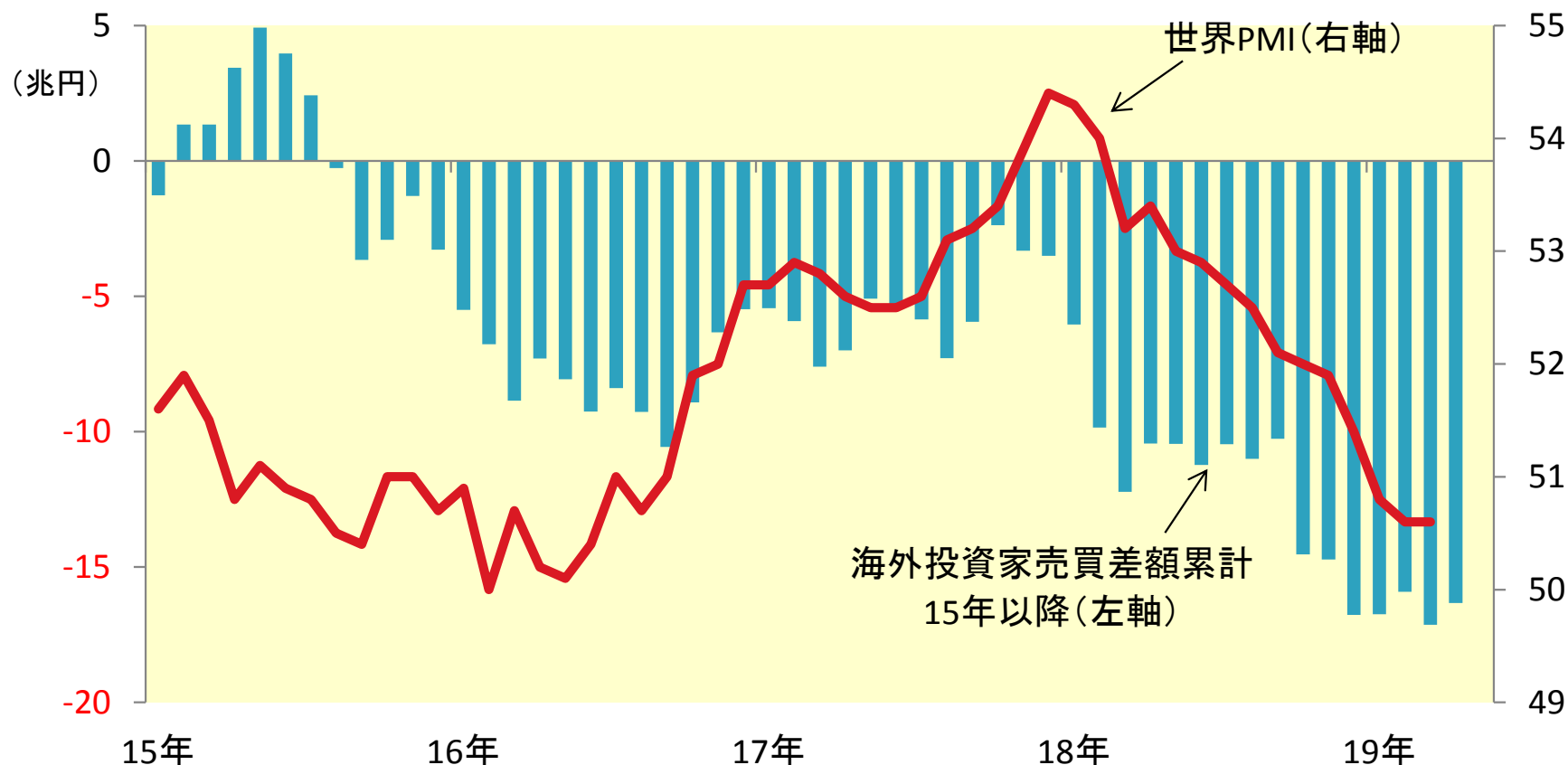


日経平均予想EPSと日経平均株価



世界PMIの改善を見越して海外勢に買い戻しの動き

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3月まで、売買差額累計は4月第1週まで

10連休後の日本株変動リスクに注意

■長期連休明け初日の日経平均株価騰落率が、+2%以上上昇ないし-2%以下下落したケース

長期連休明け初日の 日経平均	全ての連休		±2%以上、上昇ないし下落したケース						
					+2%以上 上昇したケース		-2%以上 下落したケース		(b+c)/a
	回数(a)	騰落率	回数(b+c)	騰落率	回数(b)	騰落率	回数(c)	騰落率	
1985年12月～2019年1月	35	0.4%	14	1.0%	9	3.2%	5	-2.9%	40%
2007年12月～2019年1月	13	0.0%	10	0.0%	5	3.0%	5	-2.9%	77%

(注)長期連休は5連休以上。(出所)日本経済新聞社等より大和証券作成

■長期連休明けの日経平均株価騰落率が+2%以上

連休 日数	連休前日		連休明け		日経平均：騰落率	
		日経平均 (円)		日経平均 (円)	連休明け 初日	連休明け 5日間
5	08/12/30	8,859.56	09/1/5	9,043.12	2.1%	-0.3%
5	09/5/1	8,977.37	09/5/7	9,385.70	4.5%	4.0%
6	12/12/28	10,395.18	13/1/4	10,688.11	2.8%	2.5%
5	17/5/2	19,445.70	17/5/8	19,895.70	2.3%	2.3%
5	17/12/29	22,764.94	18/1/4	23,506.33	3.3%	4.2%

(注)長期連休は5連休以上。(出所)日本経済新聞社等より大和証券作成

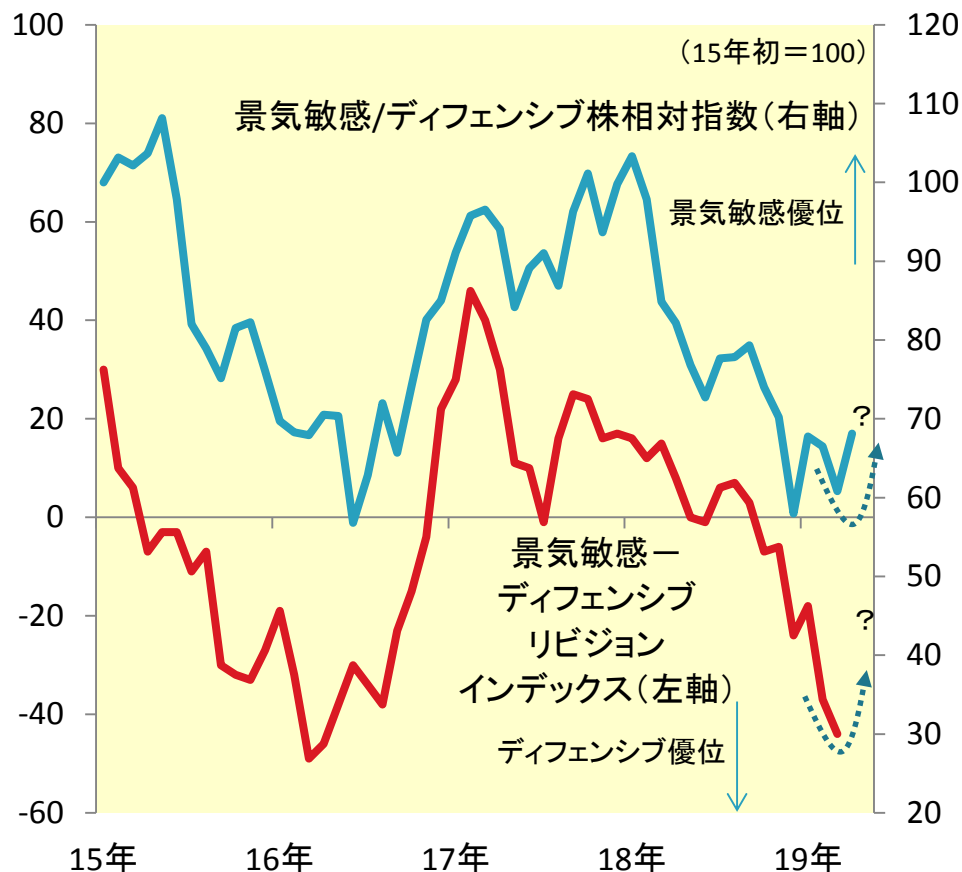
■長期連休明けの日経平均株価騰落率が-2%以下

連休 日数	連休前日		連休明け		日経平均：騰落率	
		日経平均 (円)		日経平均 (円)	連休明け 初日	連休明け 5日間
6	07/12/28	15,307.78	08/1/4	14,691.41	-4.0%	-6.0%
5	10/4/30	11,057.40	10/5/6	10,695.69	-3.3%	-6.0%
6	13/12/30	16,291.31	14/1/6	15,908.88	-2.3%	-2.3%
5	15/9/18	18,070.21	15/9/24	17,571.83	-2.8%	-3.8%
6	18/12/28	20,014.77	19/1/4	19,561.96	-2.3%	0.7%

(注)長期連休は5連休以上。(出所)日本経済新聞社等より大和証券作成

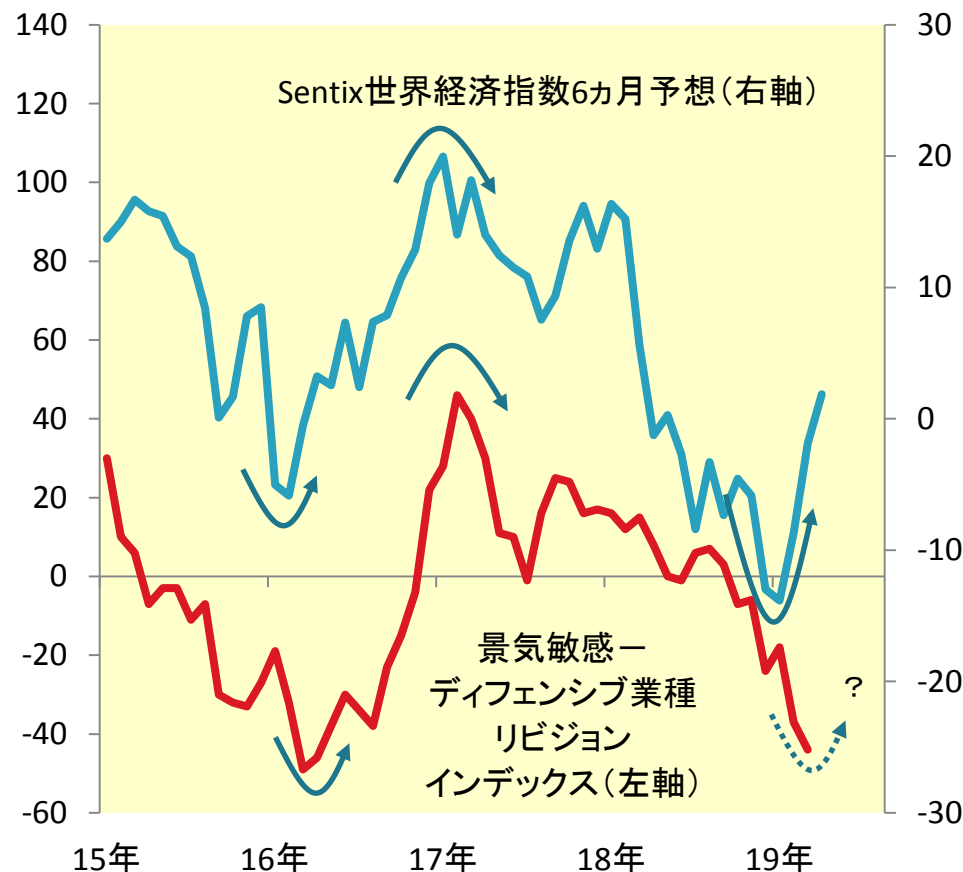
グローバル景況感の鈍化一服となれば物色に変化の可能性も

リビジョンインデックスと景気敏感株/内需株相対指数



(出所)ブルームバーグ、AstraManagerより大和証券作成、
リビジョンインデックスは3月まで、相対指数は4/12まで

リビジョンインデックスとSentix景況感指数

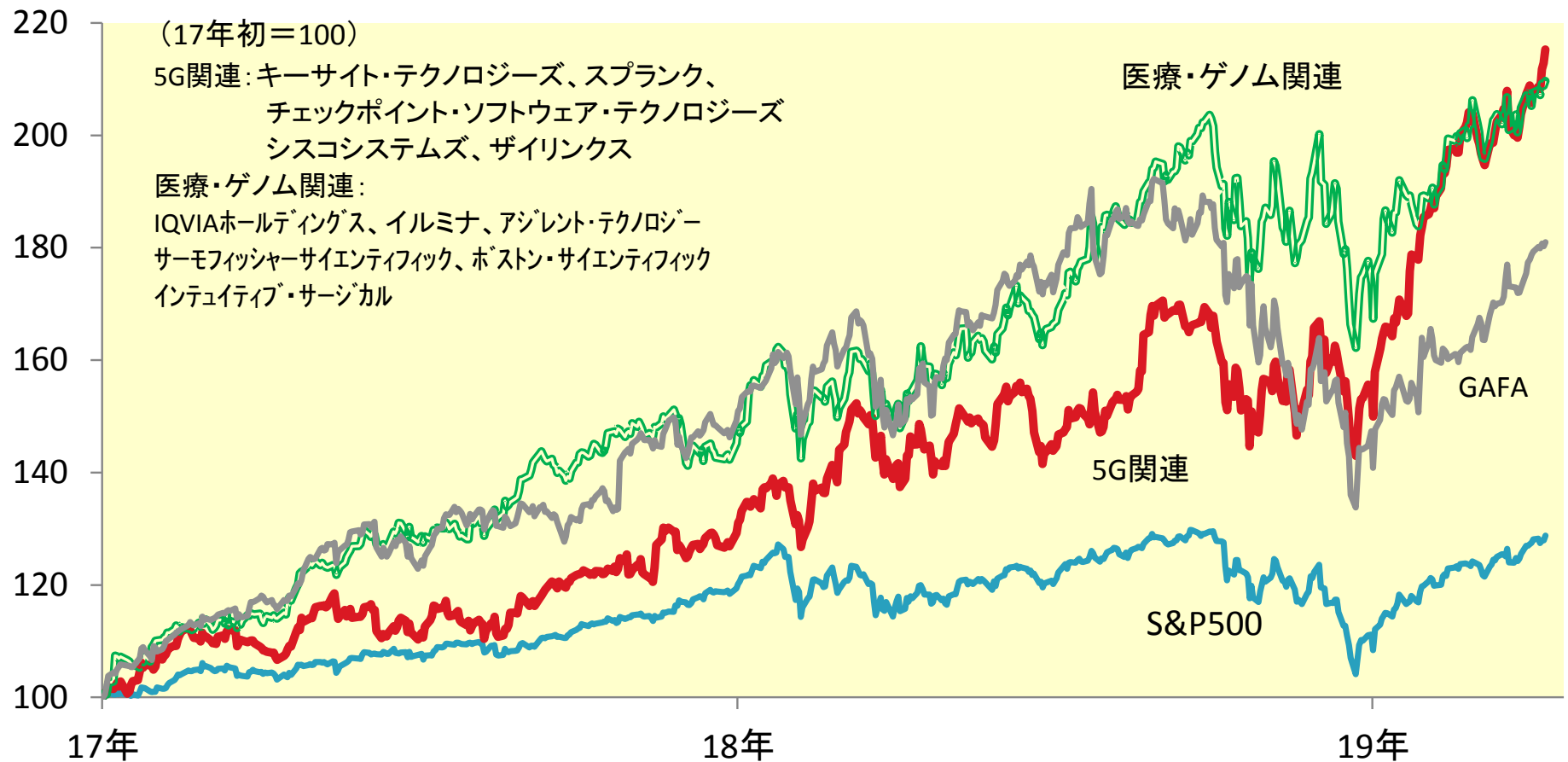


(出所)ブルームバーグ、AstraManagerより大和証券作成、
リビジョンインデックスは3月、Sentixは4月まで

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。

注目テーマは5Gや医療・ゲノム関連に

各種テーマ関連株とS&P500



(出所)ブルームバーグより大和証券作成、4/12まで

時代の変化を捉えた銘柄選別を

第四次産業革命への道

自動運転、遠隔医療、ドローン物流

→ 第四次産業革命に突入

2020年初～：5Gサービス開始

→ IoTが本格化（通信、家電、住設など）

今秋以降～：5G対応スマホ発売

→ 半導体需要回復へ

現在～：5G基地局整備

→ 設備投資急拡大局面

現在地

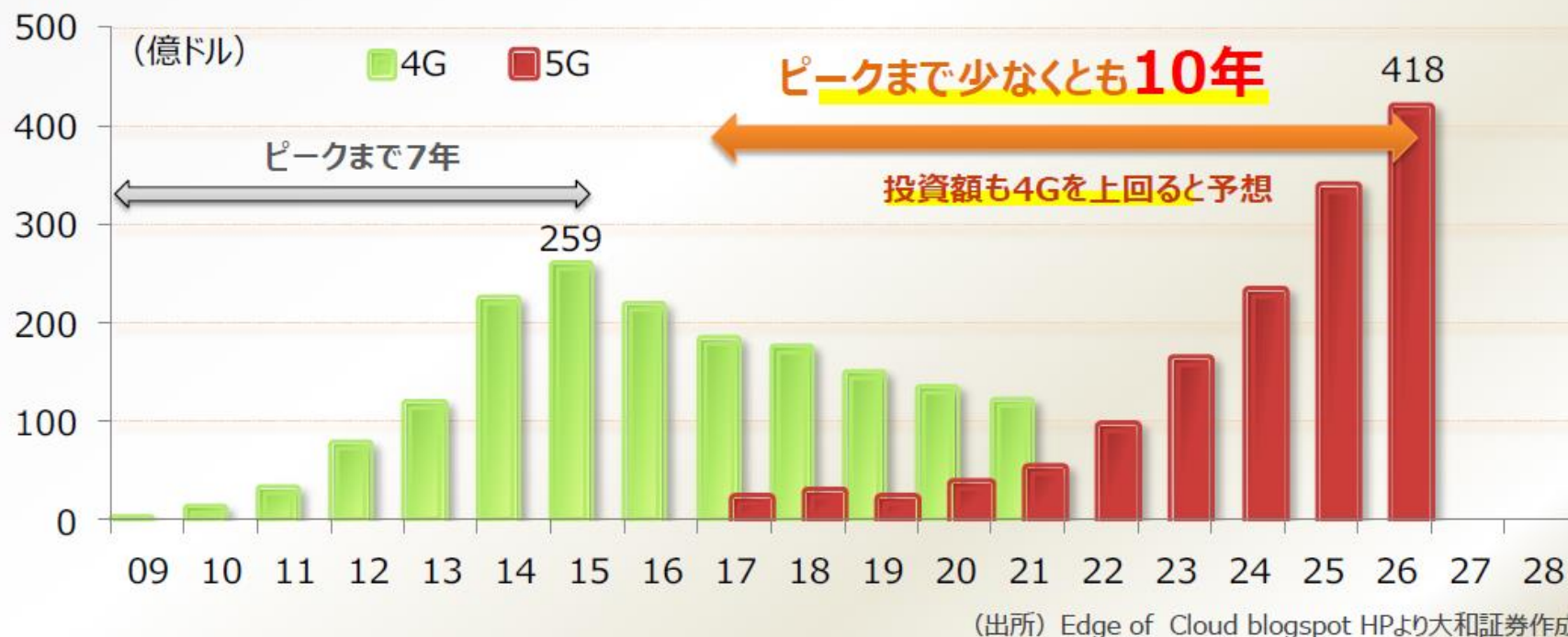
（出所）大和証券作成

5Gの投資はこれから本格化へ

第4次産業革命に必須のテクノロジー

IoT・AIの進展を踏まえ新たな時代を迎えるための投資に

世界の4Gと5G向け通信インフラ投資の推移

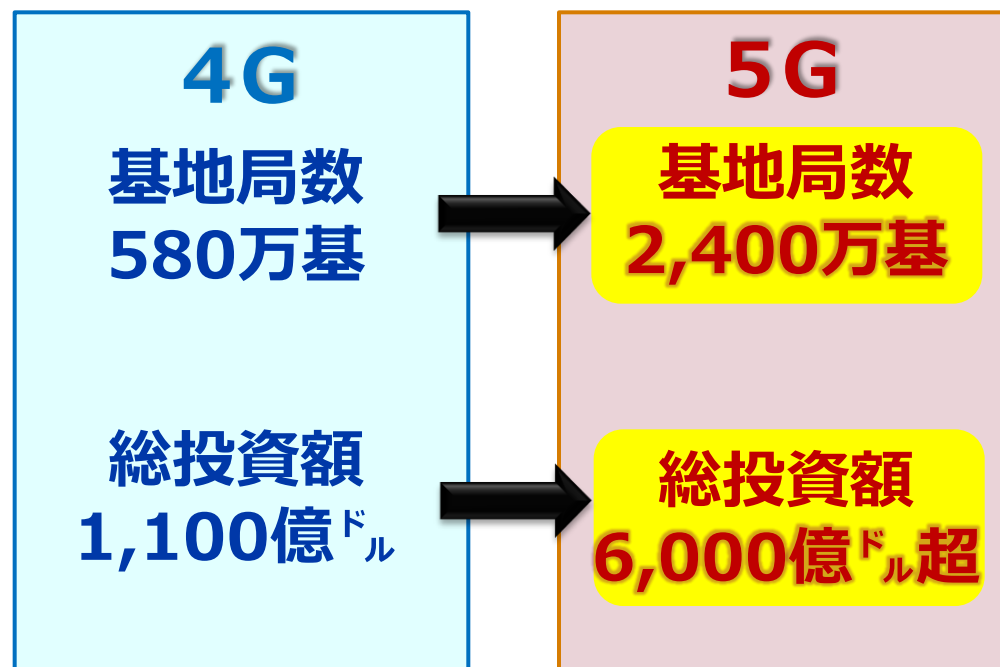


IoT時代の通信技術、5G本格始動へ

基地局整備の必要性

- 世界各国で商用化の動きが加速するに連れて、5G対応の基地局の数が増加すると予測されている
- ファーウェイ、ZTEは導入に障壁が多く、同業他社（ノキア、エリクソンなど）への恩恵が広がるとの見方が強まっている

5Gサイクルで基地局投資が増える



※4G5Gサイクルで建設される基地局数（日米欧中など20カ国合計）と投資額を表示
（出所）大和キャセイCMLレポートより大和証券作成

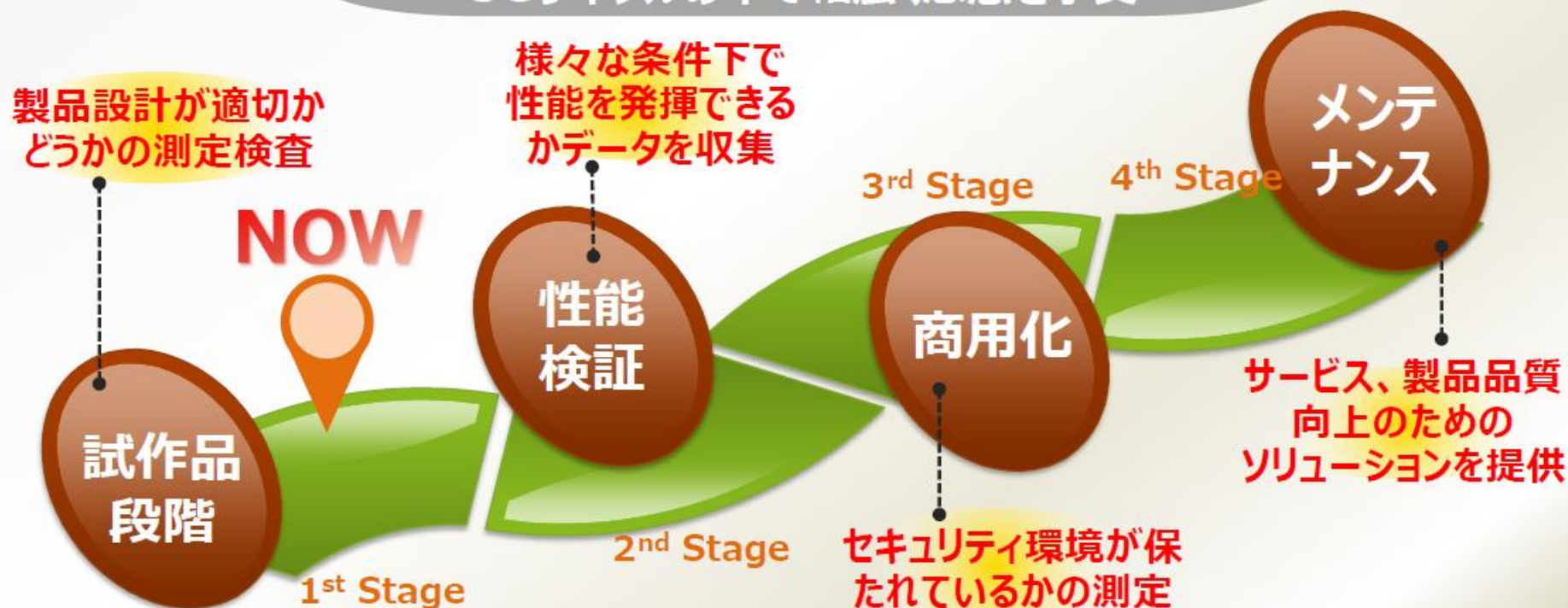
区分	関連企業
基地局	ノキア、エリクソン など
通信機器 (ルーター、スイッチ、パワー アンプ、コネクタなど)	シスコシステムズ、ジュニパーネットワー クス、サムスン電子、シエナ など
通信用半導体	クアルコム、インテル ザイリンクス など
光ファイバー	コーニング、プリズミアン、古河電気工業、 住友電気工業 など
アンテナ (マッシュ・マイモ)	スカイワークス、アナログ・デバイセズ、 コルボ、マックスリニア など
多層基盤	村田製作所
電子計測器	キーサイト、アンリツ など

（出所）各種資料より大和証券作成

「キーサイト・テクノロジーズ」が5G通信を測る

基地局への投資拡大、IoTを睨んだ製品への測定需要増を掴む

5Gサイクルの中で幅広く恩恵を享受

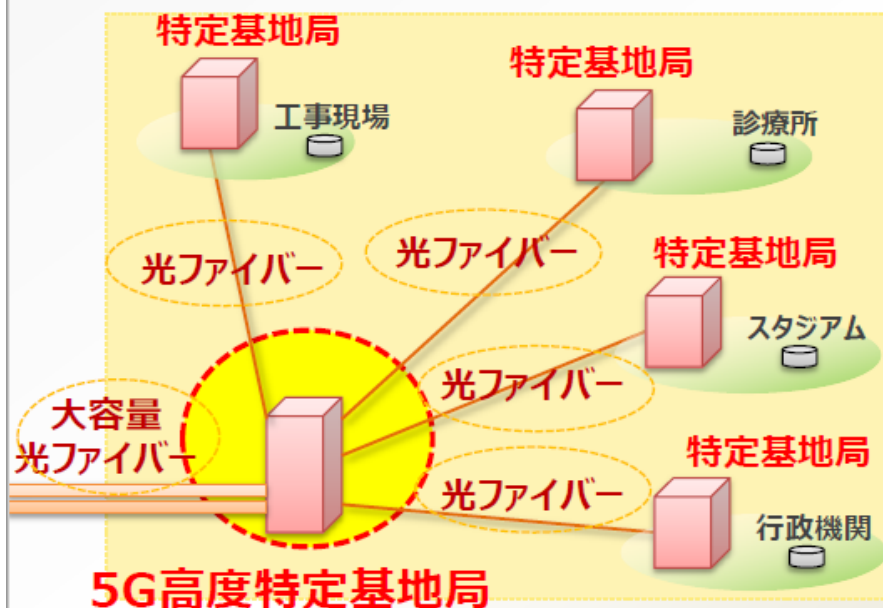


※2018年以降はIMF予想（出所）IMF World Economic Outlook Database より大和証券作成

光ファイバーで復活を目指す「コーニング」

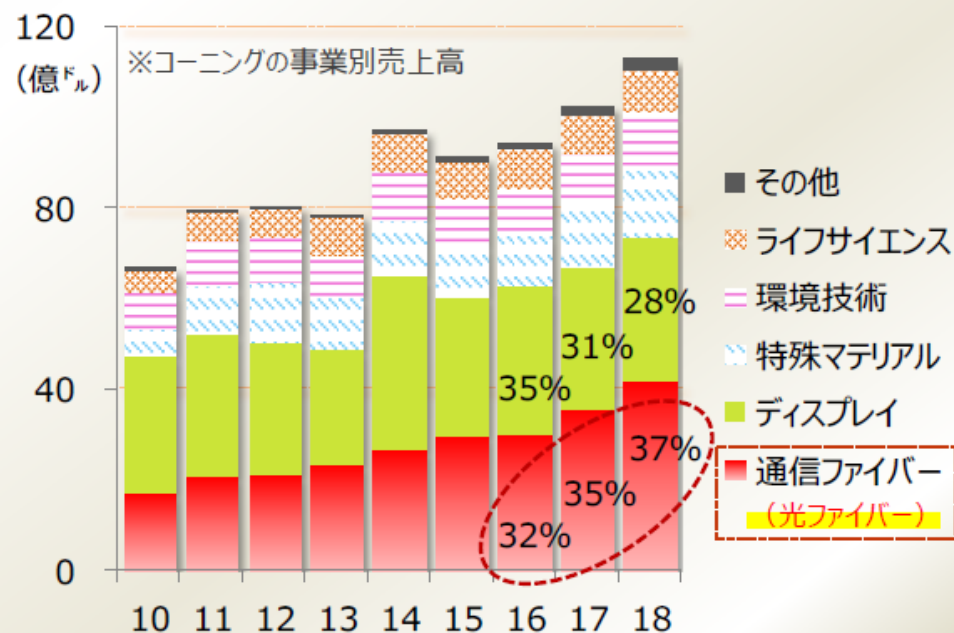
光ファイバーが基地局間を繋ぎ快適な高速ワイヤレス通信を担保

各区域における5G通信イメージ



(出所) 総務省「第5世代移動通信システムの導入のための特定基地局の開設に関する指針案について」より(2018年11月) 大和証券作成

コーニングの最大事業は光ファイバー



※ゴリラガラスは特殊マテリアル事業の中に含まれる
 (出所) ブルームバーグ より大和証券作成

「ザイリンクス」は半導体業界の台風の目に

磨き上げた同社の半導体技術（FPGA※）の用途が大きく拡大しています

※FPGA：フィールド・プログラマブル・ゲート・アレイの略。回路の機能性を自在に規定（変更・修正）することができる半導体のこと。ザイリンクスの創業者が発明しこの分野ではトップシェア。インテル傘下のアルテラと世界シェアを2分している。

ザイリンクスは立ち位置が変わった

以前

FPGAというテスト用半導体を製造するニッチ企業

集積度、速度性能、価格面の改善を地道に継続

○ここ20年で集積度は600倍、速度は100倍、価格は1/1000、消費電力は1/150に
○AI「推論」分野では、CPU処理速度の20倍、GPUの4倍に

現在

用途によってはユーザーのファーストチョイスへと変化
AI、データセンター、自動運転、5Gで採用拡大中



デバイスベンダー
からプラットフォーム
へと更なる変化を目指す

日本においては人口減少社会の切り札に

進歩の激しい医療機器と5Gが結びつくことで新たな市場創出に期待

医師が遠隔地から
ロボット手術

医療機器の
ケーブルレス化

健康管理
の高度化

遠隔診療

術中迅速
病理診断

デバイス×投薬
マネジメント



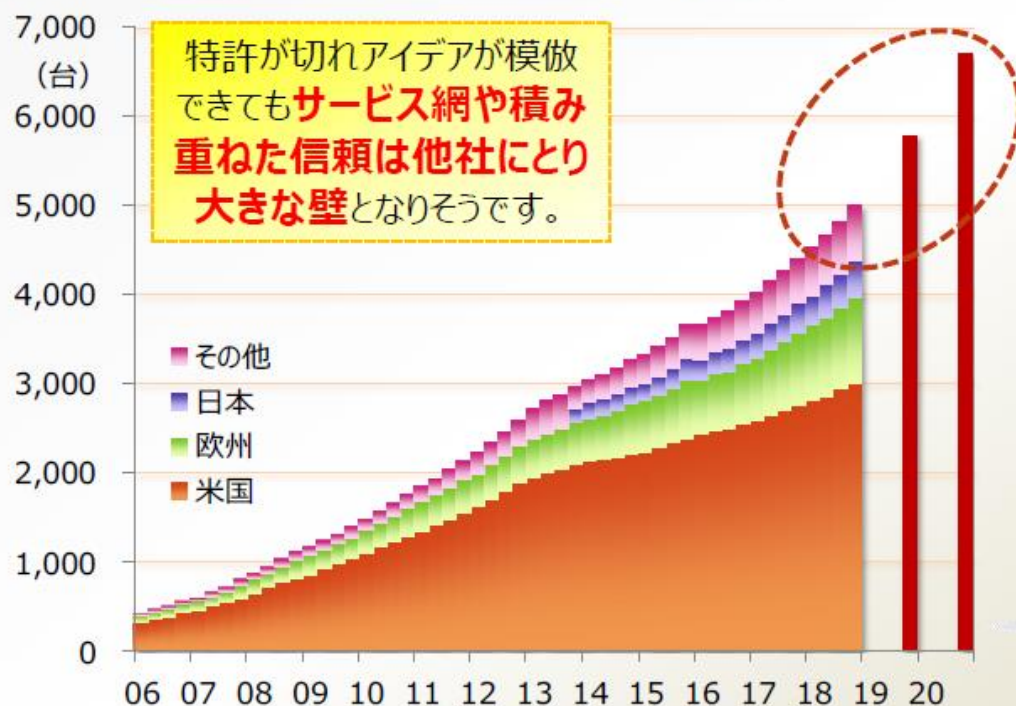
※Copyright:Photolibrary

5G×医療関連銘柄（インテュイティブ・サージカル：ISRG）

先行者メリット×サブスクリプションで競合を突き放す

ロボット手術で実績を積み重ねており遠隔医療との親和性も高い

ダヴィンチ設置台数の推移



※19年20年は予想、予想はブルームバーグ（出所）会社資料より大和証券作成

将来は遠隔医療との接続も

5G通信がロボット手術と遠隔医療を結ぶ可能性もある



※Copyright:PIXTA

セキュリティ需要も拡大へ

IoTの進展で対策の必要性がより広範に

サイバー攻撃が増加傾向にあるが中でもIoT機器への攻撃が急増

サイバー攻撃回数の推移



※対象地域は日本（出所）総務省サイバーセキュリティ部会資料より大和証券作成



セキュリティ関連銘柄（スプラंक：SPLK）

繋がる「モノ」が増えるほどこの会社の出番

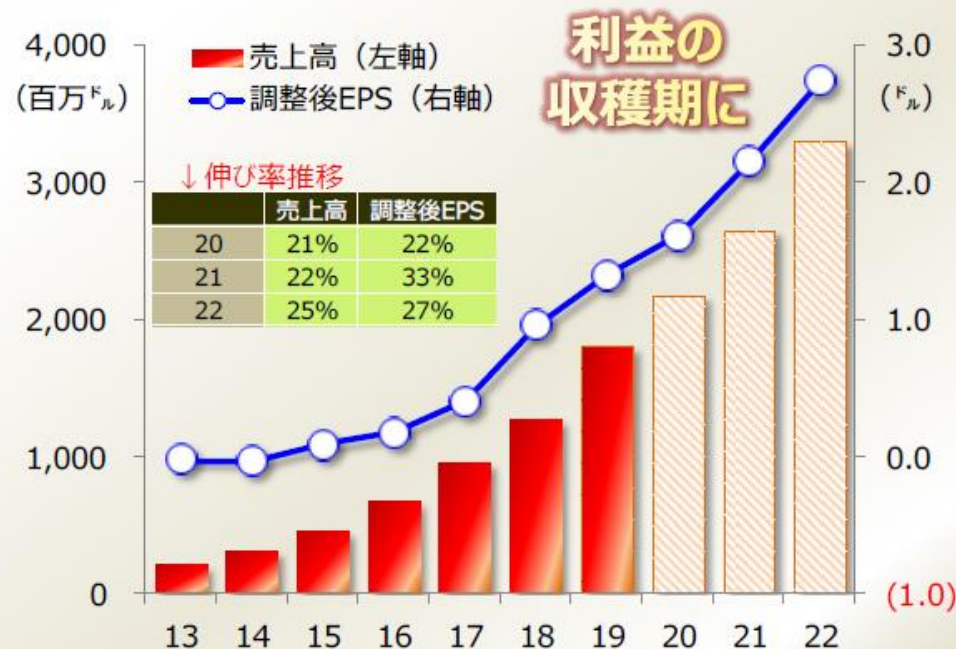
膨大なデータを瞬時に可視化しセキュリティソリューションを提供

★すべてのデータを網羅的に分析できる点に強み

スプラंकとはどんな会社か？



※Copyright:PIXTA



※2020年以降はブルームバーグ予想（出所）ブルームバーグより大和証券作成

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は為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失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購入時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が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 31 年 3 月 29 日現在）

シード平和(1739) 大東建設(1814) エスプール(2471) 翻訳センター(2483) バリューストアーズ(2491) セキアヴェイル(3042) 三洋貿易(3176) 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) 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) アズーム(3496) ウイルプラスホールディングス(3538) ネオス(3627) GMOベバボ(3633) バビレス(3641) アイスティール(3660) エイチチーム(3662) エニグモ(3665) CRI・ミドルウェア(3698) テクマトリックス(3762) アルファックス・フード・システム(3814) アステリア(3853) ダブルスタンダード(3925) うるる(3979) テモナ(3985) ラサ工業(4022) 田岡化学工業(4113) 旭有機材(4216) テイクアンドギブ・ニーズ(4331) ヒーブラッツ(4381) アクリート(4395) システムサポート(4396) チームスピリット(4397) イーソル(4420) Amaz i a(4424) 第一工業製薬(4461) オンコセラビー・サイエンス(4564) ジーンテクノサイエンス(4584) フォーカスシステムズ(4662) 日本コンピュータ・ダイナミクス(4783) 日本色材工業研究所(4920) ハーパー研究所(4925) OATアグリオ(4979) ヨータイ(5357) 日本金属(5491) 日本伸銅(5753) 東京製鋼(5981) トレンジーズ(6069) ウィルグループ(6089) 妙徳(6265) 荏原実業(6328) 三精テクノロジー(6357) 三相電機(6518) インターネットインフィニティ(6545) MS&Consul t i n g(6555) 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) ログリー(6579) TDK(6762) ユニデンホールディングス(6815) アドバンテス(6857) アクモス(6888) 太陽誘電(6976) ブリッジインターナショナル(7039) 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) 初穂商事(7425) エスケイジャパン(7608) 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) アイ・エス・ビー(9702) ユニマツリタイアメント・コミュニティ(9707) 帝国ホテル(9708) 学究社(9769) 日本電計(9908) ファーストリテイリング(9983)（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 30 年 4 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) E・Jホールディングス(2153) パソナグループ(2168) サンケイリアルエステート投資法人(2972) ユニゾホールディングス(3258) アクティブ・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) エイトレッド(3969) 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) リックソフト(4429) スマレジ(4431) サーバーワークス(4434) カオナビ(4435) トビラシステムズ(4441) アトラエ(6194) イワキ(6237) 大同工業(6373) ルネサスエレクトロニクス(6723) C R G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) ホート(7047) コプロ・ホールディングス(7059) 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) かんぽ生命保険(7181) タカショー(7590) オーウェル(7670) 清水銀行(8364) 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) ナルミヤ・インターナショナル(9275) エネクス・インフラ投資法人(9286) スマートバリュー(9417) ソフトバンク(9434)（銘柄コード順）