

国内株式市場 膠着相場の今後を占う注目ポイント

－業績、需給、バリュエーションに買い安心感も海外要因に留意－

当レポートの主な内容

- ① 国内株式市場は、昨年12月中旬以降、狭い範囲で一進一退の動きが続いています。
- ② 輸出主導の国内景気の回復、堅調な業績見通し、良好な株式需給、割安感のあるバリュエーションなどを考慮すると、日経平均株価は、今後、もみ合い上放れの動きとなる可能性が高いと考えます。
- ③ ただ、国内経済は自律的な拡大の勢いに乏しく、海外からの変動要因の影響を受けやすい点に留意が必要と思われます。

2万円大台回復を前に、一進一退の日経平均株価

日経平均株価は、昨年12月中旬以降、19000円前後で一進一退の動きを続けています（図表1）。高値更新の動きとなっているNYダウなど堅調な海外株式市場と比較して、上値の重さが目立ちます。

この理由として、大手電機メーカーの経営問題や、米国トランプ政権による日本の自動車市場に対する批判などを受けて、わが国の基幹産業である電機・自動車産業の先行きに対する投資家の不安感が、市場全体に影を落としているものと思われます。

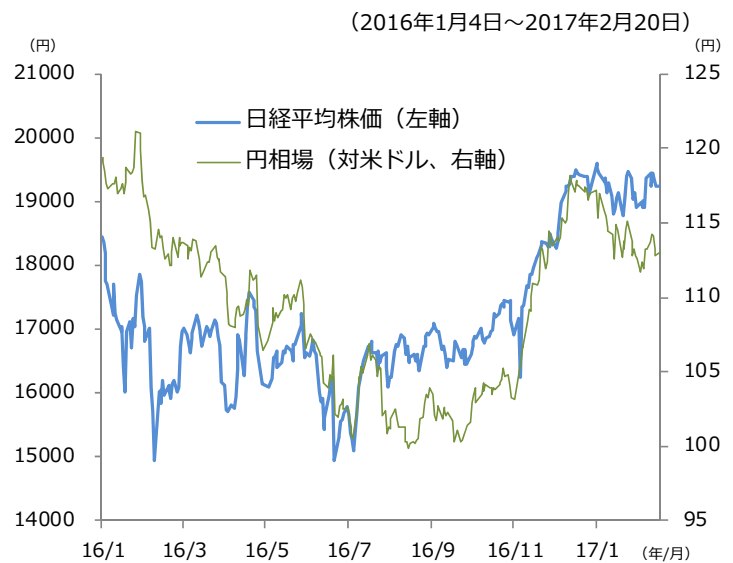
また、北朝鮮によるミサイル発射などを背景に、地理的に近い日本市場に対して、海外投資家が様子見姿勢を続けていることなども、国内株式相場が膠着する要因のひとつになっている可能性があります。

米トランプ政権の外交政策への不安感が徐々に後退

米トランプ政権が、外交・安全保障面で極端に内向きの政策に傾くと不安は、主要閣僚の動向が報道されるにつれて、徐々に後退しつつあるものと思われます。

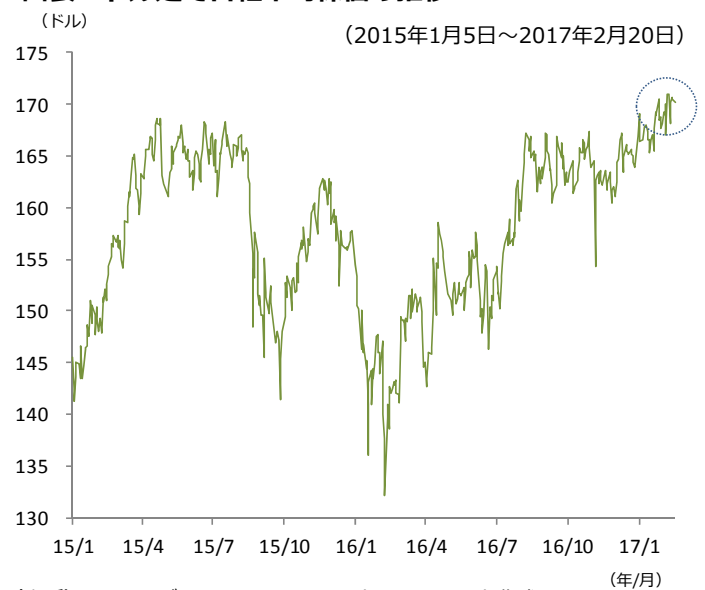
2月3日に訪日したマティス米国防長官が、その後にイラクなどを訪問したほか、ペンス副大統領が北大西洋条約機構（NATO）の重要性を確認したことなどによって、米国の外交政策の継続性が示されたことは、投資家に一定の安心感をもたらすと考えます。さらに、2月28日に予定されている上下両院合同本会議などの場において、米国の税制変更などの方向性が示されることも期待されます。実際、ドル建て日経平均株価は、長らく超えられなかった170ドル台に乗せてきており、海外投資家からみた日本株式市場は、徐々に下値を切り上げる動きになっていると考えられます（図表2）。

図表1 日経平均株価と円相場（対米ドル）の推移



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表2 ドル建て日経平均株価の推移



(出所) Quickのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

国内経済：輸出が牽引役となって回復基調

日経平均株価は、今後、もみ合い上放れの動きになると考えます。その理由のひとつに、国内景気が回復基調にあることが挙げられます。

2016年10-12月期GDPは、実質で前期比年率+1.0%と、4四半期連続のプラス成長となりました。寄与度の内訳を見ると、輸出が2期連続で大きく伸び、成長率を押し上げました。昨秋からの円安や世界的な景気回復の動きなどが、背景にあるものとみられます。鉱工業出荷指数の動きからも、輸出の伸びが窺えます（図表3）。

当面、米国を中心として先進国の景気回復の動きが強まることが期待されることや、新興国経済も持ち直しの動きが継続すると見込まれることなどから、国内景気は、輸出主導で回復基調が続くことが予想されます。

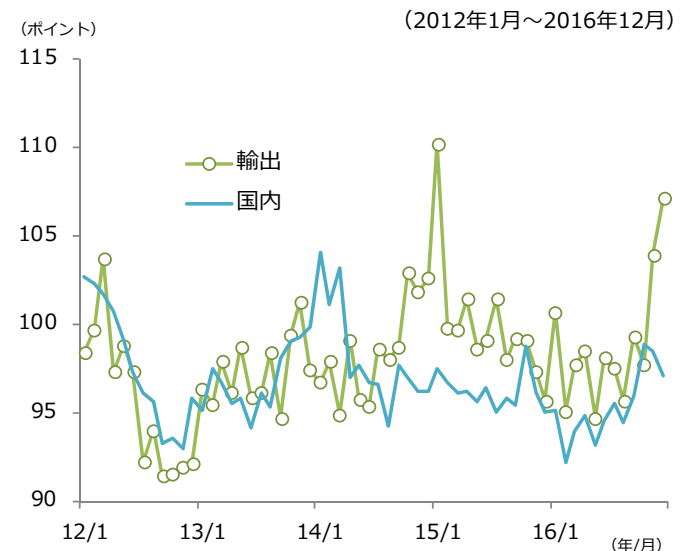
企業業績：四半期ベースでは増益に転換

日本企業の業績も回復傾向にあります。2月中旬までに発表が一巡した3月期決算企業の10-12月期決算では、経常利益が前年同期比で約13%増と四半期ベースでは増益に転じています。日経平均株価ベースの予想1株当たり利益は、構成銘柄の業績予想の修正などによって上下に振れるものの、やや増加傾向と思われる（図表4）。

ただ、業種別に収益動向をみると、日本の基幹産業とされる電気機器や輸送用機器が前年同期比で減益にとどまっています。米国の大統領選挙以降に大幅な円安ドル高が進んだものの、前年同期比では依然として円高水準であったことなどが影響していると考えられます。

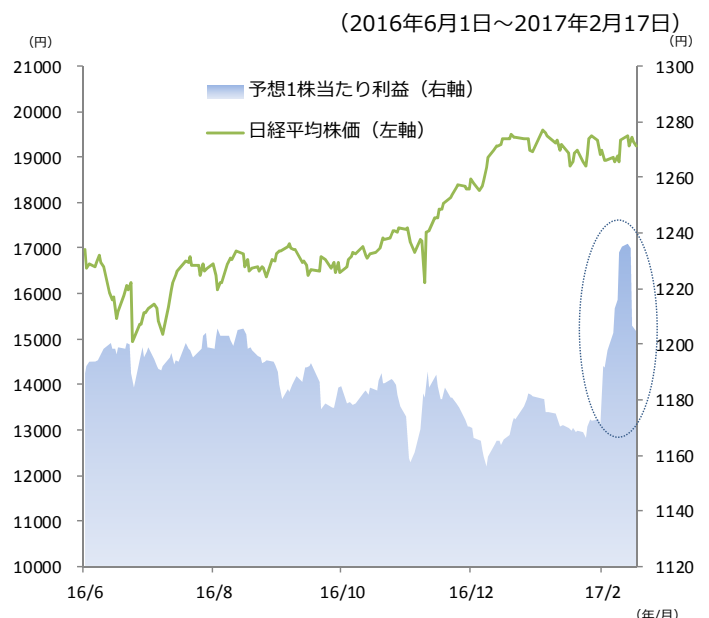
足元のドル円レートが継続する場合、2017年1-3月期以降は前年比で円安水準となってくることから、輸出関連セクターが増益になりやすいものと考えられ、企業業績全体を牽引することが期待されます。

図表3 日本の鉱工業出荷指数の推移



(出所) 経済産業省の資料より岡三アセットマネジメント作成

図表4 予想1株当たり利益（日経平均株価ベース）の推移



(注) 予想1株当たり利益は、日々の日経平均株価と予想PERから算出
(出所) Quickのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

バリュエーション：海外市場と比べてPBRに割安感

日本株のバリュエーションを見ると、依然として相対的に割安な水準にあると思われます。主要先進国の株価バリュエーションを比較すると、株価収益率（PER）はほぼ平均並みの水準ですが、株価純資産倍率（PBR）ではイタリアに次ぐ低い水準となっています（図表5）。イタリアは大手銀行に巨額の不良債権問題があることなどからPBRが低くなっているとみられます。一方、日本の場合、主要金融機関は良好な財務状態を保っているとみられるほか、企業業績が改善傾向にあることなどを考慮すると、PBRは割安な水準にあると思われます。

日本株の上値を抑えていた要因の一つとみられる、米国の対日政策への懸念が後退することによって、日本株のバリュエーションに着目した投資マネーの流入が期待されます。

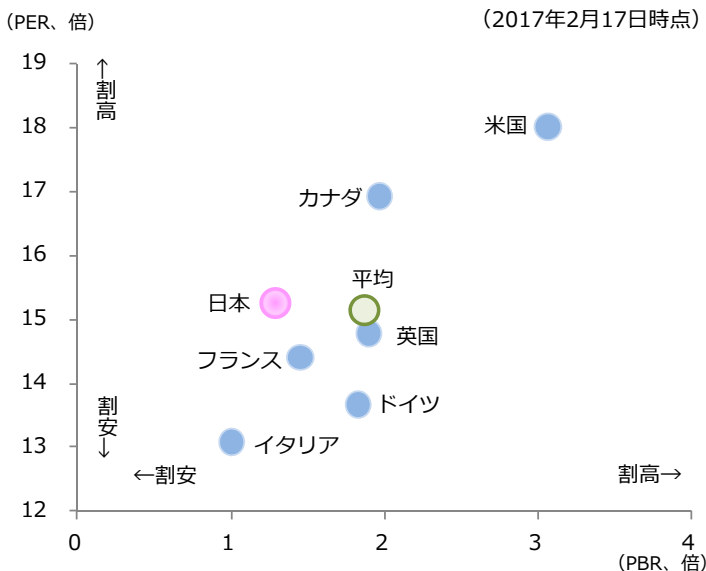
株式需給：日銀のETF買入れと自社株買いが継続

国内株式市場の株式需給は、良好と判断されます。まず、日銀による年間6兆円のペースの株価指数連動型上場投資信託（ETF）の買入れが継続されています（図表6）。今後、買入れペースの見直しなどが検討される可能性はあるものの、現行の買入れが実施されている間は、株価の強力な下支え要因になるものと思われます。

また、企業による自社株買いが継続している点も注目されます。自社株買いの年度別累計額をみると、昨年度のペースに比べて足元はやや鈍化傾向がみられます（次頁の図表7）。ただ、1年間で5兆円程度の買いが見込まれ、自社株買い実施企業の株価にはプラスの影響が想定されます。

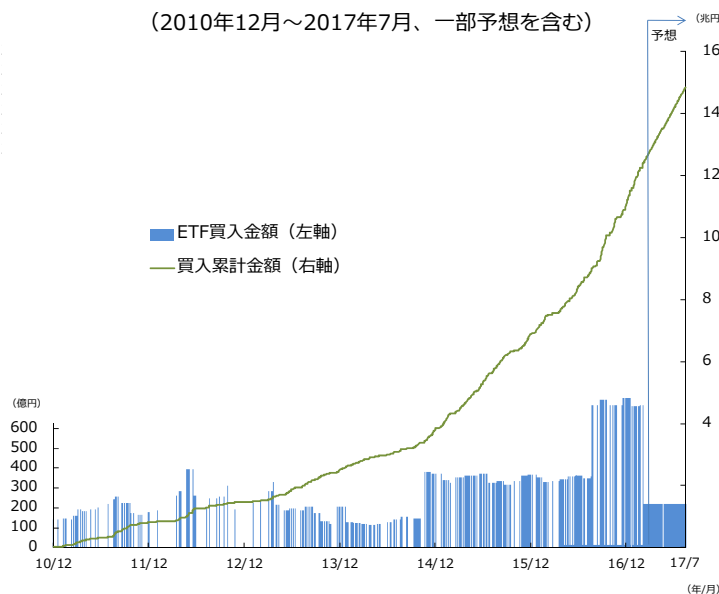
一方、国内株式市場への影響が大きい海外投資家については、少なくとも日本株を大幅に売り越す状況にはないと思われます。海外株と比較した日本株の割安感に加え、安倍政権の高い支持率が継続していること、ドル建て日経平均株価が下値を切り上げる動きとなっていることなどを考慮すると、日本株市場の上昇に備えた動きになるものと考えます。

図表5 主要先進7カ国（G7）の株価バリュエーション比較



(注) 各国の代表的な株価インデックスの予想PER（黒字ベース）と実績PBR
(注) 平均は、日本を除く6カ国の平均値
(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表6 日銀によるETFの買入れ動向



(注) 予想部分については、年間6兆円のペースで買入れる仮定で表示しています。

(出所) Quickのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

リスク要因：海外発の要因による円高進行

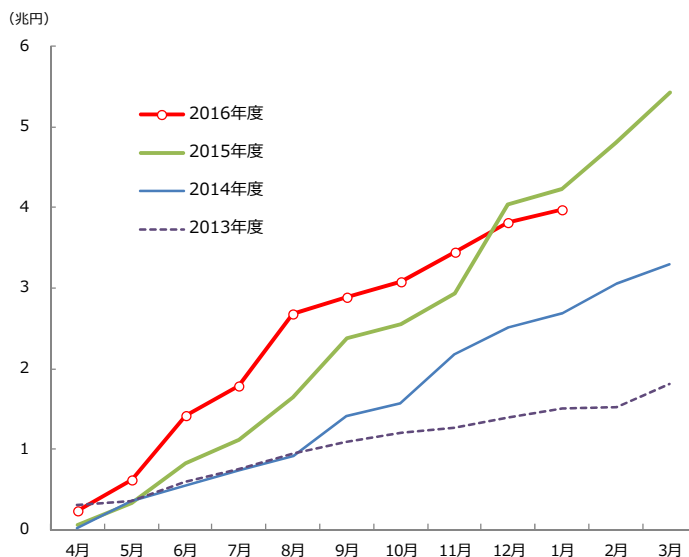
日経平均株価とドル円相場には、比較的強い相関がみられます（図表8）。足元では、日銀によるETFの買入れなどから、円高が進行する局面でも株式市場が底堅い動きとなる日がみられるものの、国内経済が外需主導の回復傾向となっていることを考慮すると、円高局面では株式市場に下押し圧力がかかる状態は継続するものと思われる。

その為替相場については、米国のトランプ政権が、自国の製造業の競争力を高めることを企図して、ドル安に誘導するとの観測がくすぶることが予想されます。今後、開催が見込まれる日米経済対話などの場において、通商面で日本に厳しい条件が突き付けられるとの不安感も残るものと思われる。

また、欧州の政治情勢などによって世界経済に先行き不透明感が高まる局面では、円高が進行しやすい状況にも変わりがないと思われる。主に海外発の要因による円高の進行リスクには引き続き留意しておく必要があると考えます。

図表7 自社株買いの推移（年度毎の累計）

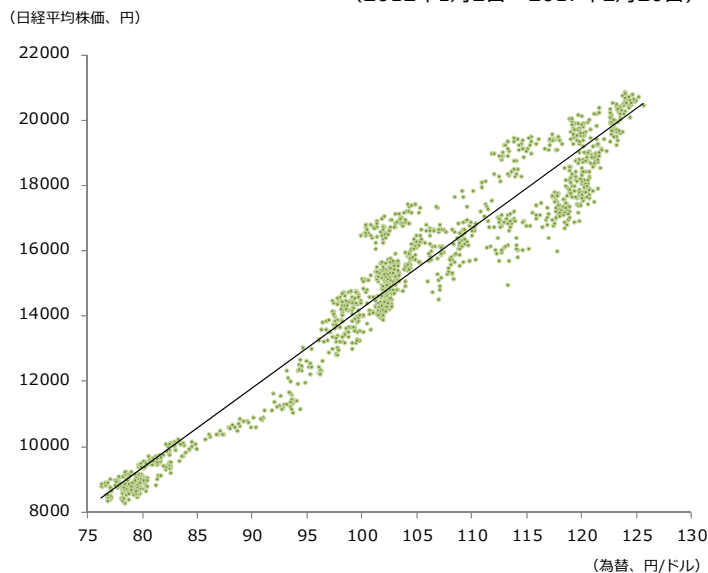
（2013年4月～2017年1月、月次）



（出所）Quickのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表8 日経平均株価とドル円相場の相関

（2012年1月2日～2017年2月20日）



（注）緑点は日々の日経平均株価とドル円相場を、直線は近似線を表しています。

（出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

以上（作成：投資情報部）

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの配分方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担
 純資産総額×実質上限年率2.052%（税抜1.90%）
 ※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。
- その他費用・手数料**
監査費用：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）
 ※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。
 ※監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社
 事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370号
 加入協会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

カスタマーサービス部 フリーダイヤル **0120-048-214**（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）