

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

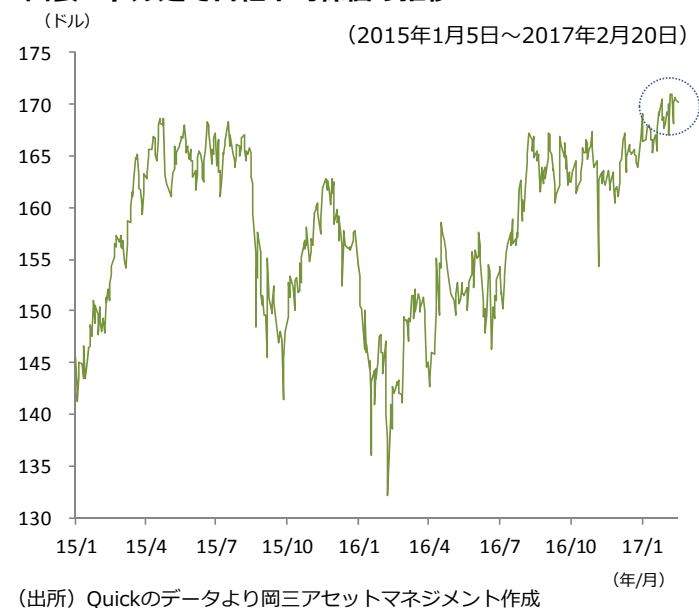
米トランプ政権が、外交・安全保障面で極端に内向きの政策に傾くと不安は、主要閣僚の動向が報道されるにつれて、徐々に後退しつつあるものと思われます。

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



図表2 ドル建て日経平均株価の推移



<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。

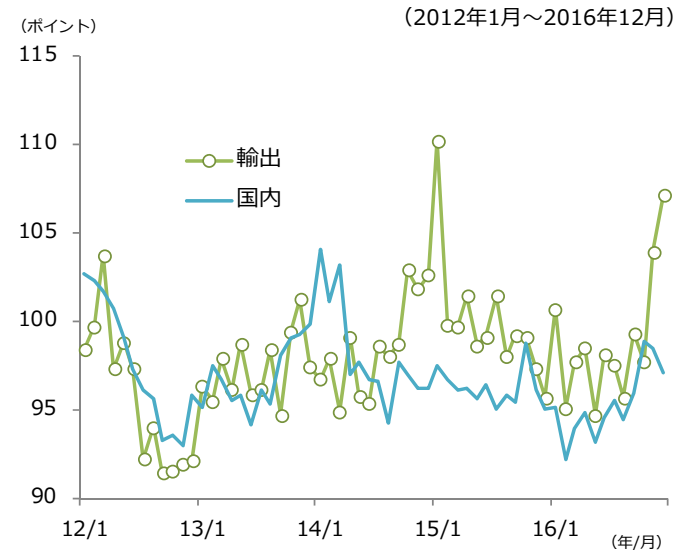
企業業績：四半期ベースでは増益に転換

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（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。

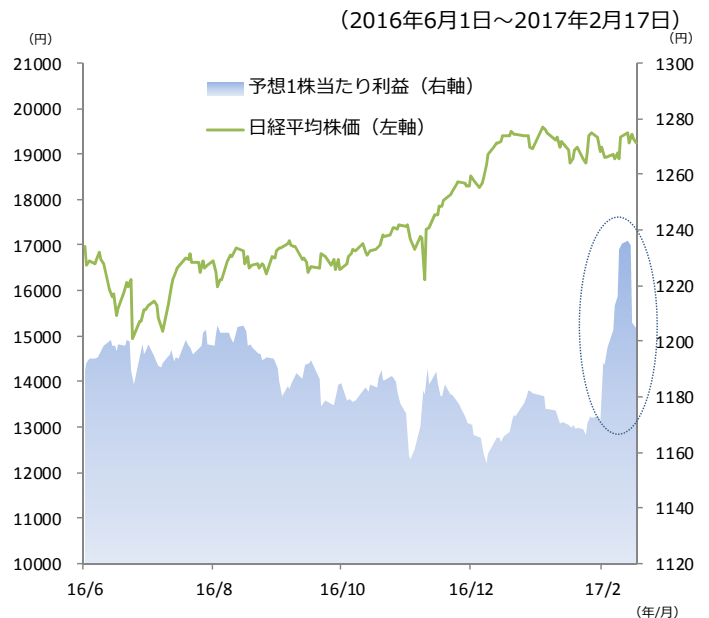
足元のドル円レートが継続する場合、2017年1-3月期以降は前年比で円安水準となってくることから、輸出関連セクターが増益になりやすいものと考えられ、企業業績全体を牽引することが期待されます。

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。

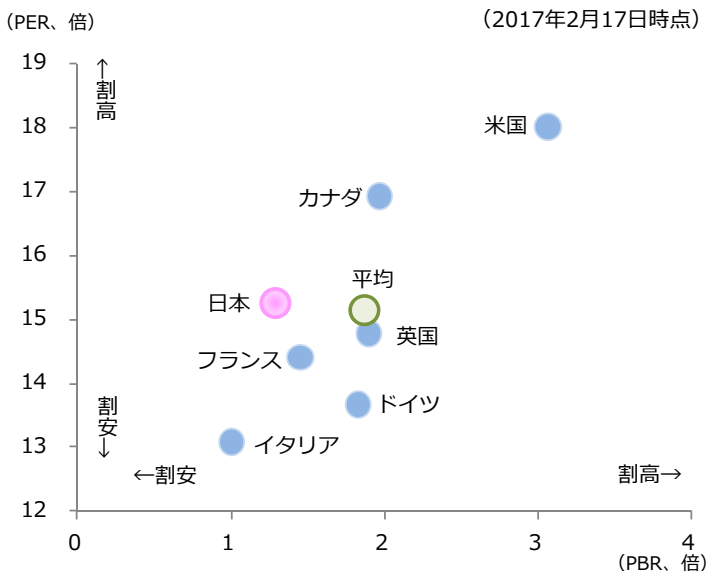
株式需給：日銀のETF買入れと自社株買いが継続

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。

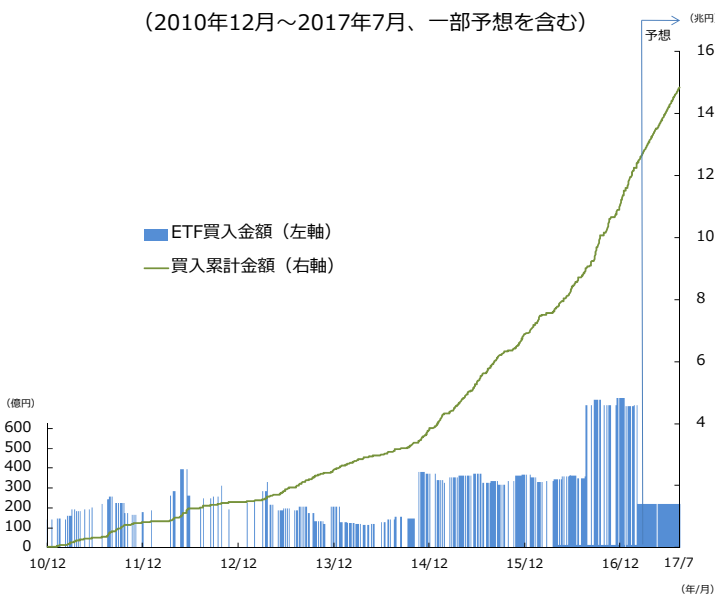
一方、国内株式市場への影響が大きい海外投資家については、少なくとも日本株を大幅に売り越す状況にはないと思われます。海外株と比較した日本株の割安感に加え、安倍政権の高い支持率が継続していること、ドル建て日経平均株価が下値を切り上げる動きとなっていることなどを考慮すると、日本株市場の上昇に備えた動きになるものと考えます。

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。

リスク要因：海外発の要因による円高進行

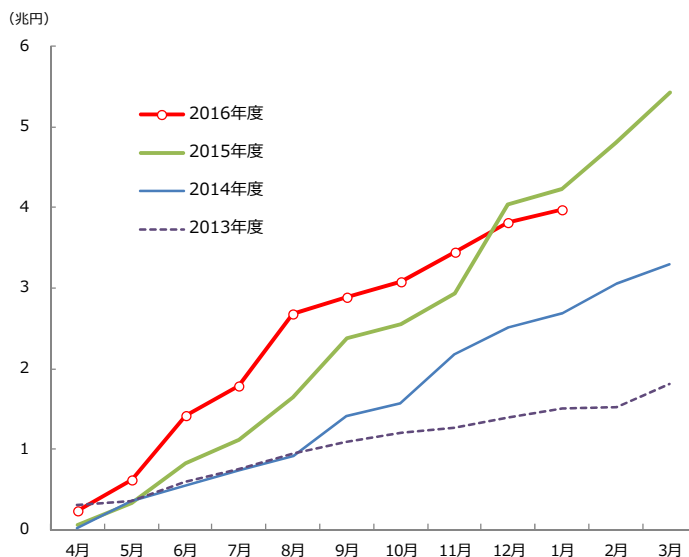
日経平均株価とドル円相場には、比較的強い相関がみられます（図表8）。足元では、日銀によるETFの買入れなどから、円高が進行する局面でも株式市場が底堅い動きとなる日がみられるものの、国内経済が外需主導の回復傾向となっていることを考慮すると、円高局面では株式市場に下押し圧力がかかる状態は継続するものと思われる。

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）

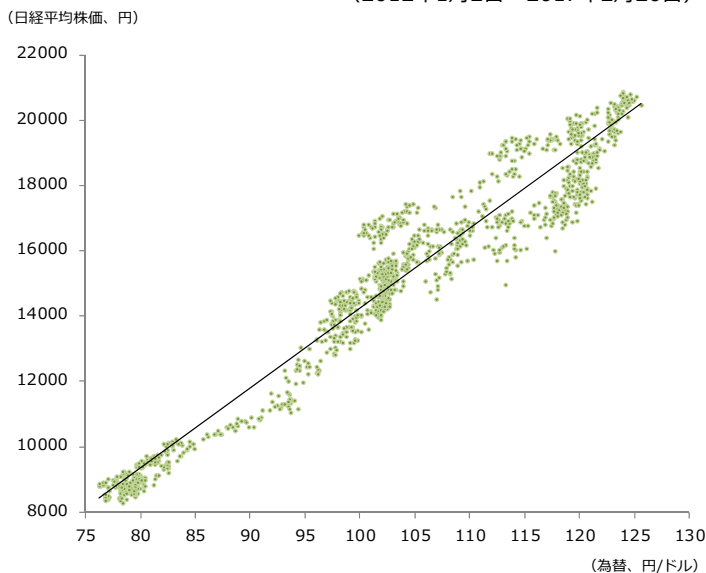
（2013年4月～2017年1月、月次）



（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へ帰属します。

【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、各ファンドの分配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が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）

取り扱い金融商品に関する留意事項

●商号: 岡三オンライン証券株式会社/金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第52号

●加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

●リスク:【株式等】株価変動による値下りの損失を被るリスクがあります。信用取引、先物取引、オプション取引および株価指数証拠金取引では投資金額(保証金・証拠金)を上回る損失を被る場合があります。株価は、発行会社の業績、財務状況や金利情勢等様々な要因に影響され、損失を被る場合があります。投資信託、不動産投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等は、裏付け資産の評価額(指数連動型の場合は日経平均株価・TOPIX等)等、先物取引、オプション取引および株価指数証拠金取引は対象指数等の変化に伴う価格変動のリスクがあります。外国市場については、為替変動や地域情勢等により損失を被る場合があります。上場新株予約権証券は、上場期間・権利行使期間が短期間の期限付きの有価証券であり、上場期間内に売却するか権利行使期間内に行使しなければその価値を失い、また、権利行使による株式の取得には所定の金額の払込みが必要です。株価指数証拠金取引では建玉を保有し続けることにより金利相当額・配当相当額の受け払いが発生します。【外貨建て債券】債券の価格は基本的に市場の金利水準の変化に対応して変動するため、償還の前に売却すると損失を被る場合がございます。また、額面金額を超えて購入すると償還時に損失を被る場合がございます。債券の発行者又は債券の元利金の支払いを保証している者の財務状態の悪化等により、債券の価格が変動し損失を被る場合がございます。債券の発行者又は債券の元利金の支払いを保証している者の財務状態の悪化等により元本や利子の支払いが滞り損失を被る場合がございます。外貨建て債券は外国為替相場の変動などにより、円換算でのお受取金額が減少する恐れがあります。これにより円換算で投資元本を割込み、損失を被る場合がございます。【FX】外国為替証拠金取引(以下、「FX」という。)は預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象通貨の為替相場の変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。外貨間取引は、対象通貨の対円相場の変動により決済時の証拠金授受の額が増減する可能性があります。対象通貨の金利変動等によりスワップポイントの受取額が増減する可能性があります。ポジションを構成する金利水準が逆転した場合、スワップポイントの受取から支払に転じる可能性があります。為替相場の急変時等に取引を行うことができず不測の損害が発生する可能性があります。【各商品共通】システム、通信回線等の障害により発注、執行等ができず機会利益が失われる可能性があります。

●保証金・証拠金:【信用】最低委託保証金 30 万円が必要です。信用取引は委託保証金の額を上回る取引が可能であり、取引額の 30%以上の委託保証金が必要です。【先物・オプション】発注必要証拠金および最低維持証拠金は、「(SPAN 証拠金額×当社が定める掛け目) - ネットオプション価値の総額」とし、選択取引コース・取引時間によって掛け目は異なります。当社の Web サイトをご確認ください。また、変更の都度、当社の Web サイトに掲載いたします。【株価指数証拠金取引】発注証拠金(必要証拠金)は、株価指数ごとに異なり、取引所により定められた証拠金基準額となります。Web サイトで最新のものをご確認ください。【FX】個人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所 FX では、取引所が定める証拠金基準額に選択レバレッジコースに応じた所要額を加えた額とし、店頭 FX では、取引金額(為替レート×取引数量)× 4%以上の額とします。法人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所 FX では、取引所が定める証拠金基準額とし、店頭 FX では、取引金額(為替レート×取引数量)× 1%以上(最低 500 円)の額とします。発注証拠金に対して、取引所 FX では、1 取引単位(1 万又は 10 万通貨)、店頭 FX では、1 取引単位(1,000 通貨)の取引が可能です。発注証拠金・取引単位は通貨ごとに異なります。Web サイトで最新のものをご確認ください。

●手数料等諸費用の概要(表示は全て税込・上限金額):【日本株】個人のお客様の取引手数料には 1 注文の約定代金に応じたワンショットと 1 日の合計約定代金に応じた定額プランがあります。法人のお客様は 1 注文の約定代金に応じたワンショットのみとなります。ワンショットの上限手数料は現物取引で 3,240 円、信用取引で 1,296 円。定額プランの手数は現物取引の場合、約定代金 100 万円以下で上限 864 円、以降約定代金 100 万円ごとに 540 円加算、また、信用取引の場合、約定代金 200 万円以下で上限 1,080 円、以降約定代金 100 万円ごとに 324 円加算します。手数料プランは変更可能です。信用取引手数料は月間売買実績により段階的減額があります。信用取引には金利、管理費、権利処理等手数料、品貸料、貸株料の諸費用が必要です。【上場新株予約権証券】日本株に準じます。【中国株】国内取引手数料は約定金額の 1.08%(最低手数料 5,400 円)。この他に香港印紙税、取引所手数料、取引所税、現地決済費用の諸費用が必要です。売買にあたり円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【外貨建て債券】外貨建て債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。外貨建て債券の売買、償還等にあたり、円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【先物】取引手数料は、通常取引コースの場合、日経 225 先物が 1 枚につき 324 円(取引枚数により段階的減額あり)、日経 225mini、ミニ TOPIX 先物、東証 REIT 指数先物、TOPIX Core30 先物、東証マザーズ指数先物、JPX 日経インデックス 400 先物が 1 枚につき 43 円、TOPIX 先物、日経平均 VI 先物が 1 枚につき 324 円、NY ダウ先物が 1 枚につき 864 円。アクティブ先物取引コースの場合、日経 225 先物が 1 枚につき 270 円、日経 225mini が 1 枚につき 27 円です。【オプション】取引手数料は、日経 225 オプションが約定代金に対して 0.1728%(最低手数料 216 円)、TOPIX オプションが約定代金に対して 0.216%(最低手数料 216 円)です。【株価指数証拠金取引】取引手数料は、1 枚につき 153 円です。【投資信託】お申込みにあたっては、当該金額に対して最大 3.78%の申込手数料をいただきます。換金時には基準価額に対して最大 0.75%の信託財産留保金をご負担いただく場合があります。信託財産の純資産総額に対する信託報酬(最大 2.484%(年率))、その他の費用を間接的にご負担いただきます。また、運用成績により成功報酬をご負担いただく場合があります。詳細は目論見書をご確認ください。【FX】取引所 FX の取引手数料は、くりっく 365 が無料、くりっく 365 レージが 1 枚につき 1,000 円です。店頭 FX の取引手数料は無料です。スプレッドは、通貨ごとに異なり、為替相場によって変動します。Web サイトで最新のものをご確認ください。

●お取引の最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書等および Web サイト上の説明事項等をよくお読みいただき、ご自身の判断と責任で行ってください。