

## 2011年の株式投資戦略

### 【ストラテジー】

- ◆株式投資戦略

### 【マクロ動向】

- ◆2011年の世界経済見通し
- ◆踊り場脱却が予想される11年の日本経済
- ◆緩やかな回復が想定される11年の米国経済
- ◆2011年の円/ドル、円/ユーロ相場見通し
- ◆2011年の円/豪ドル、円/リアル相場見通し

### 【マーケット分析】

- ◆2011年の日経平均展望
- ◆2011年の主なイベント
- ◆年間変動率から見た2011年の予想レンジ
- ◆企業収益と日経平均バリュエーション
- ◆投資主体者別売買動向・2010年の総括
- ◆依然強い「持ち合い解消」圧力
- ◆米国の金融緩和について考える
- ◆デフレ継続が予想される日本経済
- ◆政府・日銀の政策効果に期待高まる
- ◆高まる収益性・財務健全性
- ◆自由貿易・経済協定の論点整理
- ◆近づくIT関連在庫の一巡感
- ◆新興国と米国の「双発エンジン」に期待
- ◆「円高抵抗力」×「アジア展開」で11年度も2桁増益へ

### 【業界動向】

- ◆消費関連企業の成長ドライバーは「アジア内需」
- ◆海外需要が拡大基調に
- ◆FA関連銘柄：一段の収益改善局面へ
- ◆資源価格上昇で注目が集まる関連銘柄
- ◆低炭素社会で活躍①：モーター/バッテリー
- ◆低炭素社会で活躍②：高温超電導/インバーター
- ◆スマートフォンが本格的普及期に
- ◆国内景気の改善にも注目
- ◆ネットビジネスの潮流

### 【参考】株価・為替・金利の推移

投資情報部  
(35010122036M)

## ストラテジー

## 株式投資戦略①

## 2011年の投資戦略～世界経済は回復傾向を持続

2011年の世界経済は、回復傾向を持続しよう。IMF(国際通貨基金)の予測では、2011年の世界経済成長率は4.2%と前年(4.8%)からは鈍化するものの、回復モメンタムを維持する見通しである。ただし、高成長を持続するエマージング諸国と、低水準の回復に留まる先進国との格差は常態化しつつある。同予測では、中国9.6%、インド8.4%、ブラジル4.1%、インドネシア6.2%等であり、米国2.3%、ユーロ圏1.5%、日本1.5%との乖離は大きい。やはり2011年も、世界景気の牽引役はエマージング諸国が担うものと思われる。ただし注意を要するのは、こうした高成長国が、成長性よりも物価のコントロールに力点を移行しつつある点だ。2010年に、インドは6回連続の利上げ、ブラジルも3回連続の利上げを実施し、中国も利上げに踏み切った。高成長がインフレの要因となるのは当然だが、米国の超金融緩和策で溢れた投機マネーが、コモディティー市場に大量に流入して「資源バブル」の様相を呈していることが懸念を深めている。原油、金、非鉄金属、穀物、コーヒー、砂糖、綿花等、広汎な商品が高騰し、日常品までが値上げのリスクに晒されている。投機マネーの暴走が起こった場合には、エマージング諸国の中央銀行は、想定以上に引締め姿勢を強める可能性がある。2010年と2011年の成長率(いずれもIMF予測値)を比較すると、中国10.5%→9.6%、インド9.7%→8.4%、ブラジル7.5%→4.1%と、なお高成長持続ながらも、変化率では鈍化の気配である。さらに「インフレ率上昇→引締め強化」となれば、成長鈍化に繋がるだけに注意が必要と思われる。

## 米国経済は年後半に回復感が高まる局面も

米国経済は、FRB(連邦準備制度理事会)の懸命な超緩和策と、オバマ政権の「ブッシュ減税」延長策等により、回復傾向を辿ろう。引き続き製造業が牽引役だが、消費者マインドが低水準ながらも改善傾向を示し、小売店売上高、自動車販売も好転するなど、個人消費にも浮揚の期待が強まっている。ただし、米経済のアキレス腱となった雇用は停滞感が深まっており、失業率は高水準で推移している。また、住宅も低迷が続いており、大幅な好転は期待し難い。財政赤字の膨張を考慮すれば、さらなる景気刺激策の発動は困難で、結局FRBの金融政策への依存度が高まるものと思われる。バーナンキ議長は、「米国の失業率が、通常の5~6%に低下するのに5年を要する」と述べている。失業率と物価が適性水準に戻る動きを示すまでは、既発表の国債買入額6,000億ドルを増額する可能性もあろう。

年間の米成長率は依然として低水準での推移が続こうが、年後半には回復感が高まる局面も想定している。

## オバマ政権のレーム・ダック化

政治面のリスクにも注意する必要がある。景気低迷が続いた上に、中間選挙で共和党に敗北し、オバマ民主党政権の求心力低下は著しい。政権スタッフの流出も、しばしば報道されている。下院で多数派となった共和党との軋轢は高まり、有効な政策発動にも相当な時間を要することになる。 「ブッシュ減税」の2年間延長にしても、「共和党に譲歩しすぎた」と民主党内からの批判も出ている。時間の経過と共に、オバマ政権のレーム・ダック化が進行するリスクが台頭しよう。オバマ大統領就任時の熱気は既に消えて去っている。「ウィキ・リークス」の情報流出事件も、各国の米国への信任低下に繋がっており、イラク、アフガニスタン、イラン、北朝鮮問題等、外交面でも難題が目白押しである。米国の司令塔は機能不全の恐れがあろう。

## ストラテジー

## 株式投資戦略②

## ユーロ圏の焦点はスペイン

2010年のユーロ圏は、財政赤字国問題に震撼した一年と言っても過言ではない。欧州金融安定化基金(EFSF)の資金投入は、ギリシャに留まらずアイルランドにまで及んだ。ECBや各国財務相は不安の沈静化に務めているが、市場ではなおポルトガル、スペインにまで危機が波及することを懸念している。こうした問題国に共通しているのは、

- ① 財政赤字の対GDP比率が高い。
- ② 住宅バブル崩壊の影響が大きく、金融システム不安に連動するリスクが大きい(アイルランド、スペイン)。
- ③ 経済実体は、リセッション(景気後退)か、あるいは極めて低水準の伸びである。
- ④ 各国共に財政赤字削減策として、福祉予算等の歳出カット、増税路線を打ち出している。しかし、国民の反発は大きく、しばしばゼネストが決行されている。
- ⑤ 問題国政府の政治的基盤は脆弱で、政変の可能性もある。
- ⑥ 自力更生には相当な困難があり、EFSFの支援の可能性が高い。

といった点であろうか。市場は、既にポルトガルへのEFSFの支援(資金投入)を織り込んでいるが、問題はユーロ圏で独、仏、伊に次ぐ第4位のスペインである。スペインの失業率は7~9月期で19.8%に達しており、同期のGDP成長率も+0.2%(前年比)と、ほぼ横ばい水準である。また、欧州の中でもスペインの持ち家比率は突出して高く、住宅バブル崩壊の影響は大きい。サパテロ首相は強気を貫いているが、「スペイン危機」の様相が強まれば、為替・株式相場も動揺することになる。

こうした問題国が低迷する一方で、ドイツはユーロ安が恩恵となり、輸出が大きく伸びている。代表的な輸出産業である自動車は、業績・株価パフォーマンス共に好調で、電機・機械セクター等と並んで順風満帆の状況である。しかし、財政赤字国への支援が増大すれば、それだけドイツの負担は大きくなる。ユーロ圏トータルとして見た場合には、やはり1%台半ば程度の低成長を余儀なくされよう。ユーロ圏の2011年の焦点はスペインとなる。

## 日本の回復は極めて緩慢

2011年の日本経済は回復傾向を持続するものの、極めて緩慢なペースに留まるものと思われる。実質GDP成長率は、1%台前半の低成長で推移する可能性が濃厚である。人口減少下の成熟経済はデフレに喘ぎ、財政赤字の膨張を考えれば効果的な政策発動を期待することはできない。この難局で、内需の拡大は望むべくもない。ETF(上場投信)、REIT(不動産投信)の買入にまで踏み切った日銀の金融政策は限界的であり、今以上の非伝統的緩和策を求めるのは無理筋と思われる。仮に量的緩和策を強化しても、相場へのプラス面はあっても、实体经济に与える影響は限定的と思われる。欧米に多くのことを期待するのは無理な情勢であり、結局、中国を始めとするアジアや、新興国の外需に依存する傾向が続こう。ただし、既述のように新興国の需要も、変化率では鈍化に向かう可能性があることには注意を要する。2011年は、危機対応として実施したエコカー補助金、エコポイント等の効果が剥落する。これに代わる成長戦略は、菅政権で幾つもアイデアが提示されているが、経済全体にインパクトがあるだけの予算は付いていない。結局、財政赤字の膨張回避と成長戦略というジレンマの中で、政策は形骸化して実効性を失っている。政治の責任は重い。

## ストラテジー

## 株式投資戦略③

## 世界でも稀有なデフレ状況

日本経済は、世界でも稀有なデフレ状況にある。相場見通しを構築する際に、決して忘却してはならないのが、日本のこの特異性である。単純に、ファンダメンタルズを各国と比較して株価の強弱を想定すれば、陥穽に嵌る可能性が高まろう。内閣府によると7～9月期の需給ギャップ(GDPギャップ)は15兆円の供給過剰である。しかも7～9月期は、エコカーやたばこの駆け込み需要、猛暑効果といった特殊性があり、実態はより悪い可能性が濃厚である。4～6月期の需給ギャップが25兆円の供給過剰であったことを考慮しても、デフレ脱却は容易ではない。

日銀の白川総裁が指摘していたように、デフレ脱却には金融政策だけではなく、財政の出動による需要創出策が必須のはずである。ところが、菅政権は、「財政赤字の縮小」と「デフレ脱却・成長戦略」という二兎を追う曖昧なスタンスに終始している。子ども手当や法人税減税といった重要案件が二転三転しており、成長の理念は単なる帳尻合わせに墮している。膨張する年金・社会保障関係費用に、単年度かぎりの「埋藏金」をあてる状況で、中長期の展望は五里霧中である。金融政策だけの片肺飛行では、デフレの脱却は容易ではなく、長期化の可能性が強まろう。言うまでもないが、デフレは不動産や株式といった資産価格を抑圧する。景気循環的な発想だけではなく、日本経済の構造問題も考慮するべきであろう。

## 改善傾向が続く企業業績

企業業績は、改善傾向が続くものと思われる。円高克服のために徹底した合理化・効率化を推進しており、収益体質は筋肉質に転換している。IFRS(国際財務報告基準)導入を睨んで財務体質も強化されており、リーマン・ブラザーズ破綻後の苦境を見事に乗り切った点は大いに評価できよう。特に、日本を代表するグローバル・プレイヤーは、世界のライバルと比較しても互角以上の競争力を維持しており、収益展望も明るい。2011年の株価にとって、最も明るいファクターの一つである。ただし、苦境にどう対処したかによって、企業間格差は拡大傾向にある。同一業種でも優勝劣敗が鮮明化しており、マイクロ・ベースの精緻なチェックが必要になるものと思われる。

企業の復活を速めた要因の一つは、中国、インド、ASEANを始めとする高成長国の需要拡大に即応した展開力である。ファナックやコマツに象徴される高収益企業は、エマージング需要を満喫している。停滞する内需に拘泥されることなく、アジアへの浸透を図った戦略が見事に結実した。既述のとおり、2011年もエマージング諸国は高水準の成長を継続する見通しである。グローバルの展開力で、株価の強弱は鮮明化しよう。

## 年前半に円高リスク

企業業績にも大きな影響を与える為替動向は、やはりリスク・ファクターとして意識する必要があるだろう。輸出企業の自助努力によって、相対的に円高のネガティブ・インパクトは軽減されているとは言え、なお懸念要因として意識されよう。円は、世界的に信用リスクが高まった際の「避難通貨」としての側面が強い。2011年もユーロ圏の財政赤字問題や、地政学的リスクが意識された場合には、円高に振れる局面が想定されよう。また、米景気が順調な軌跡を辿れば良いが、期待を裏切るようなことがあれば、脆弱なドルの基盤が揺らぐ可能性もあろう。年前半には、円/ドル相場が史上最高値をブレークするリスク・シナリオを想定している。年後半には円安トレンドへの回帰がメイン・シナリオだが、為替動向への注目は怠れないものと思われる。

## ストラテジー

## 株式投資戦略④

## 脆弱な株式需給

こうしたファンダメンタルズの緩やかな回復に対して、株式需給は脆弱な状況が続こう。2010年相場を概観すると、外国人によって日本の株式市場が翻弄されたことは明白である。外国人の売買動向を時系列で辿ると、

- ① 新春～4月は+3兆1,146億円の買い越し。日経平均は4月高値11,408円をマーク。
- ② 5～8月は▲1兆4,453億円の売り越し。特に5、6月は、2ヵ月で▲1兆5,922億円の大量売り越しとなった。日経平均は、9/1安値8,796円へ向けて一転急落となった。
- ③ 9～12月(12月は第1週まで)は、+1兆1,430億円の買い戻しである。日経平均は1万円大台奪回となった。

といった具合で、季節によって外国人のスタンスは目まぐるしく転換した。日経平均の推移は、外国人動向とまさに平行に動いており、「外国人主導相場」の色彩が濃厚である。ところが、その外国人の内訳は、中長期スタンスのロング・オンリー(海外年金・投信等のオーソドックスな投資家)主導ではなく、短期鞘取り狙いのヘッジファンドの比率が急速に高まっている。春相場と5～6月相場の変転、そして11月以降の反騰は、ヘッジファンドのディールが大きな影響を与えている。

## ヘッジファンドに振り回される

一方、国内機関投資家は、自己資本規制の強化、IFRS対応で、株式のウェイトを低減させることに注力している。こうした機関投資家売りの主体を成すのは政策投資株である。3月・9月の決算期前に売却額が膨らむ傾向にあることも留意すべきであろう。また、個人投資家も、証券優遇税制の廃止を睨んで売りスタンスが顕著である。証券優遇税制は2年間延長方向だが、廃止が時間の問題となれば、株高局面で売りスタンスを採るのは自然と思われる。国内勢は、下落局面では押し目買い姿勢を見せるものの、上昇局面では着実な利益確定売りを出している。日本の株式市場では、外国人を除いて上値を積極的に買う投資主体が不在である。結局、2011年もヘッジファンドに振り回される展開が続くことになりそう。

## 深まる政治の混迷

政治の混迷も大きなリスクである。国民の「政権交代」による期待は粉碎され、政治に対する失望感が広がっている。2009年の衆院選挙時の民主党マニフェストを見ても、美辞麗句と現実の乖離があまりに大きく、虚しさが漂うだけである。内政の躓きに加えて、外交、安全保障面における不手際は、国民に不安感を抱かせている。この期に及んで、民主党の党内抗争の色彩が強まるようでは、経済政策に多くを期待するのは難しい。韓国と米国はFTA(自由貿易協定)を妥結する方向で合意し、TPP(環太平洋戦略的経済連携協定)にも積極姿勢を見せている。菅政権の姿勢は消極的かつ曖昧に終始しており、このままでは韓国製品と日本製品の米国での関税が異なる事態に陥ってしまう。法人税の5%下げ方向が決まったが、格差(韓国24%、日本は減税後で実効税率35%超)は依然大きく、日本企業はハンデを背負わされることになる。衆参の「ねじれ現象」は容易に解消せず、政治の混迷が深まれば、株価にもネガティブな影響を与えよう。

従来、政治ファクターは、株価への影響が限定的であった。しかし、既述のTPPや税制を始め、現在では政治が経済に直結する案件が増加している。菅政権が、日本の国際競争力を高めるという視点を持たない限り、政治が株価の抑圧要因として機能するリスクは高まろう。

## ストラテジー

## 株式投資戦略⑤

### 過剰流動性相場

ネガティブな要因は少なくないが、それを覆い隠しているのが FRB、日銀の超金融緩和策である。FRB の量的緩和策には、共和党や民間エコノミストからの批判が多い。深刻な副作用として、コモディティ市場には大量の投機マネーが流入し、各種商品は記録的な高騰を続けている。また、期待インフレ率の上昇によって、米長期金利が急騰したのも想定外の事態と言えよう。しかし、バーナンキ議長が公言した「株高の資産効果による消費の拡大」は、足下の消費関連統計を見る限り、部分的に実現しつつあるように思える。自動車販売は好調で、SUV やピックアップ・トラックといった大型車が伸びている。クリスマス商戦も好スタートを切り、高級品を扱うティファニー、コーチや、アパレルでもアバクロンビー&フィッチといった企業の売上は好調で、株価も堅調展開である。

日銀が、ETF、REIT 買入に踏み切ったことによって、REIT 指数は高騰し、ETF も堅調推移している。両者を合わせて 5,000 億円という買入金額自体は、マーケット・インパクトの点ではそれほど大きくない。一般の投資主体であれば、限定的と評することが出来よう。しかし、日銀のリスク・アセット購入は、マーケットに対するメッセージ性が極めて大きい。株価のサポート要因と評価することも可能であろう。日米の超緩和政策、「非伝統的な手段も辞せず」といったスタンスは強力である。2011 年は、金余り・過剰流動性相場の色彩が加わることになろう。

### 景気と同様に緩慢な回復傾向を辿る株価

世界経済は、エマージング諸国中心に拡大基調に回帰し、日本経済も緩慢ながら回復途上にある。日本企業は、徹底した合理化・効率化を推進し、筋肉質に転換している。企業業績の改善モメンタムも強い。加えて、日米の超金融緩和策が相場をサポートすることになろう。こうしたプラス要因のみを見れば楽観シナリオも描けよう。

しかし、日本の宿痾となったデフレは長期化し、株式需給も脆弱で外国人以外に積極的な買い手を見出すことは難しい。その外国人もヘッジファンドのシェアが拡大し、短期の鞘取り売買が横行している。政治は混迷を深めており、有効な政策発動は期待し難い状況である。特に、世界的な FTA 締結の流れから、日本のみが取り残される事態には注意が必要となろう。また、円高リスクもなお残り、ユーロ圏の財政赤字問題等で信用リスクが高まる局面では、円高が進行する可能性も高い。こうしたマイナス要因も加味して考えれば、景気と同様に、株価も緩慢な回復傾向を辿る可能性が高い。1%台の低成長率で高値追いをすれば、運用ロスの拡大に繋がることを留意すべきであろう。基本スタンスとしては、押し目買いを貫きたい。

### バブル崩壊後のボラティリティーが重要な示唆

日経平均の想定レンジは、平成バブル崩壊後の平均ボラティリティーが重要な示唆を与えてくれる。1990 年以降の年間最大上昇率の平均値は +13.9%(①)、同様に年間最大下落率の平均値は▲18.6%(②)である。2009 年末の日経平均は 10,546 円(③)だったが、試算してみると

上限値は、③×①=12,012 円

下限値は、③×②=8,584 円

であった。2010 年の高値は 4/5 の 11,408 円、安値は 9/1 の 8,796 円だったことを考えると、この平均ボラティリティーが重要な意味を持つことが理解できよう。妙な相場観よりは、よほど確度が高いわけである。

## ストラテジー

## 株式投資戦略⑥

日経平均の想定レンジは 9,000～12,000 円

つまり、平成バブル崩壊後の日経平均は、経済成長率の鈍化、財政赤字の拡大、人口減少といった「成熟経済の壁」に抑え込まれている。これを大きくブレイクした局面は、IT バブル、そしてリーマン・ブラザーズ破綻の要因となった世界的な住宅・クレジットバブルの局面だった。

2011 年を平年並みと見れば、2010 年と同様なレンジに留まる可能性は低くない。企業業績の改善傾向で多少の上振れはあり得るが、世界でも稀な「デフレ下の成熟経済」という厳然たる事実を直視すれば、過度な楽観論に傾斜することは難しい。年後半には先進国の景気回復傾向が若干強まり、為替も緩やかな円安方向に向かうことを想定しているが、日経平均は長期のボックス相場内に留まることになる。円高進行が想定される年前半に安値 9,000 円接近、期待を込めて年末に高値 12,000 円を想定している。

### 物色対象・テーマ

物色対象のテーマとしては、

1. グローバル展開。
  - ① アジアの消費・・・ユニチャーム、イオン等。
  - ② 耐久消費財・・・日産、キヤノン等。
  - ③ 設備投資・・・ファナック、ブラザー等。
  - ④ 資源・エネルギー・・・三菱商事、三井物産、コマツ等。
2. テクノロジー。
  - ① 電気自動車モーター・バッテリー関連・・・日本電産、三菱ケミカル HD 等。
  - ② 高温超電導・・・住友電工、古河電工等。
  - ③ インバーター・・・ダイキン、三菱電機。
  - ④ スマートフォン関連・・・ソニー、村田製作所等。
3. 内需関連。
  - ① 不動産・保険・・・三菱地所、第一生命等。
  - ② ネット関連・・・ヤフー、サイバーエージェント等。

等々が挙げられよう。株価指数が往来相場となっても、優れた銘柄群は右肩上がり相場も可能と見る。ちなみに、個人的には日経新聞のアンケートに、ファナック、日本電産、コマツ、三菱商事、住友電工を挙げておいた。いずれも主力本命級だが、中では住友電工に一発大駆けの穴心配あり。足下の動きは緩慢だが、高温超電導の「現実相場」が訪れる可能性にベツトしてみたい。

### グローバルな視野を持つ

2010 年と同様、海外株の期待収益率は高いものとする。日本株のみではなく、グローバルな視野を持つべきであろう。エマージング市場投資のウェイトは、国別分散に留意しつつ、拡大して行くのが基本路線である。米経済が復権すると見るならば、スマートフォン関連のアップル、クアルコム（携帯向け CPU スナップドラゴンが高評価）に注力すべきであろう。ネット関連ならばアンドロイド（携帯向け OS）も好調なグーグルやイーベイ、アマゾン等を買えば良い。スマートフォン関連株ならば、ソニーかアップル or クアルコムか、建機ならばコマツかキャタピラーか、資源ならば三菱商事かブラジル・ヴァーレかといった国際比較を行うべきだ。

「視野を広く持つ」・・・2011 年相場も、これがキーワードである。

藤戸 則弘  
投資情報部長

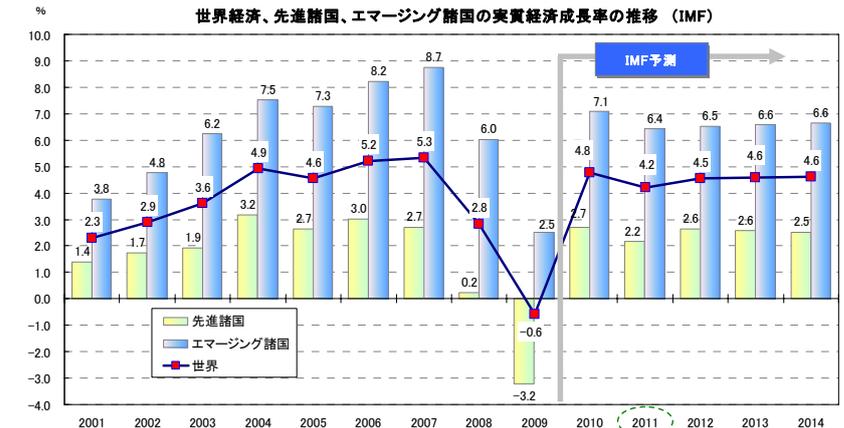
マクロ動向

2011年の世界経済見通し

前半は回復スピードが鈍るも、後半は再加速の見通し

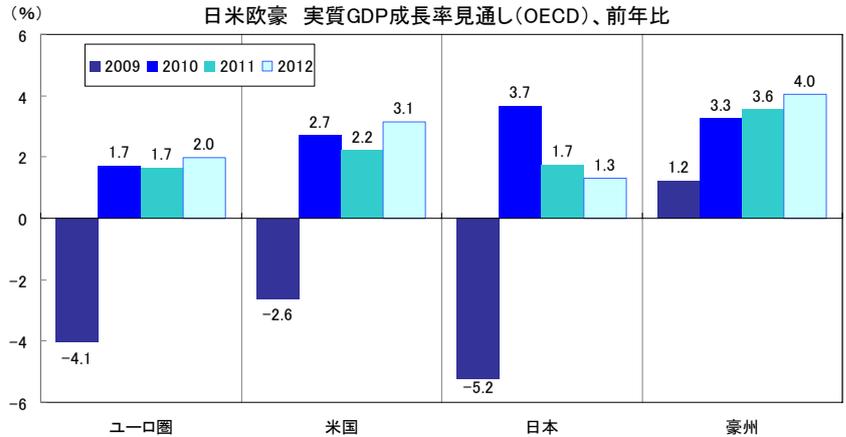
2011年の世界経済は、10年に実施された各国の景気対策の反動減や新興国の利上げ等を要因に、前半は回復スピードが鈍るが、後半は再加速する見通し。日米欧を中心とした先進国の実体経済は緩やかに回復するが、日米ではデフレ圧力が残る見込み。一方、豪州は内需主導で成長持続へ。新興国は中長期の成長シナリオ継続で、資金流入が持続。インフレ及び金融引き締めによる成長鈍化に注意が必要。

引き続き、新興国がけん引役を果たす世界経済



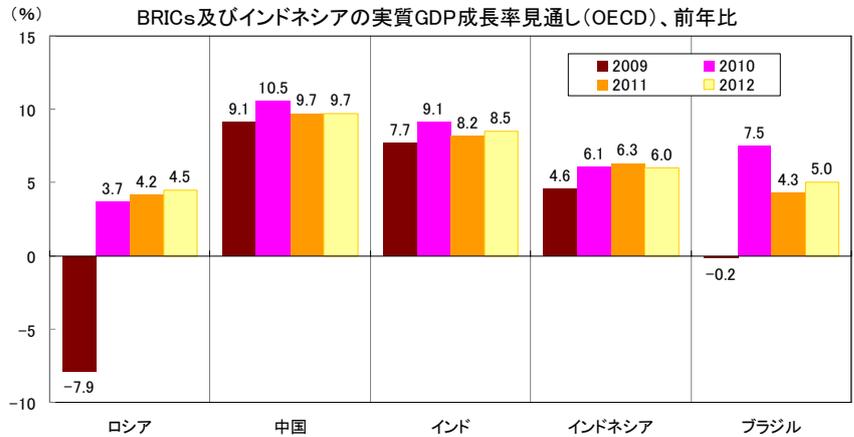
(出所)IMF(国際通貨基金)「World Economic Outlook」10/10のデータをもとにMUMSS作成

日米欧は緩やかな回復、豪州は成長持続見込み



(出所)OECD「世界経済見通し(10/11)」のデータをもとにMUMSS作成

成長率が高まるインドネシアと相対的に高い成長を維持するBRICs



(出所)OECD「世界経済見通し(10/11)」のデータをもとにMUMSS作成

松本 光正  
シニア投資ストラテジスト

服部 隆夫  
シニア投資ストラテジスト

國方 智子  
投資ストラテジスト

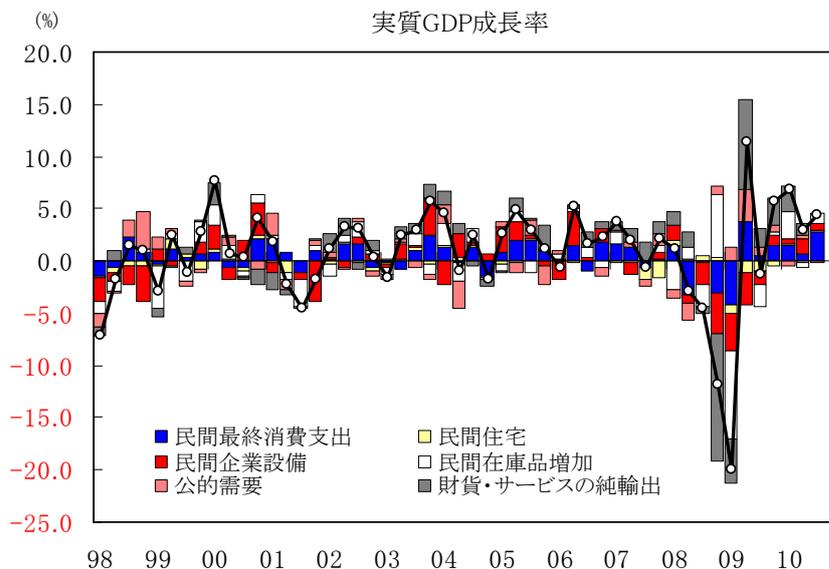
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

## マクロ動向

## 踊り場脱却が予想される11年の日本経済

## 踊り場脱却が予想される日本

2011年の日本経済は、耐久消費財の反動減や、外需の減速、為替市場での円高の影響により、前半は踊り場を形成するものの、国内での在庫調整圧力は小さく、後半にかけては、海外経済の回復も加わって、1%台前半の緩やかな持ち直しは実現するものと予想される。



(注) 季節調整済み、前期比年率寄与度

(出所) 内閣府経済社会総合研究所『四半期別GDP速報』をもとにMUMSS作成

## 反動減が懸念される個人消費

個人消費は、景気の低迷に伴う、特にボーナスを中心とした雇用者所得の伸び悩みや、家電エコポイント制度の見直しを背景に、前半は停滞を余儀なくされるものの、後半にかけては、反動減の剥落や、マインドの持ち直しにより、腰折れは回避できるものと考えられる。

## 見送り姿勢の強まる設備投資

設備投資は、先行指標となる船舶・電力を除く民需からの機械受注額の10-12月期見通しの前期比▲9.8%への大幅な落ち込みに平仄を合わせ、前半は手控えられるものの、在庫調整の一巡後には、外需の回復に遅れる形で、再び持ち直していくものと期待される。

## 対策の効果に支えられる住宅

住宅投資は、エコポイントの拡充と、終了前の駆け込み需要や、販売価格の落ち着きに下支えされ、比較的底堅い推移が持続するものの、引き続き力強さには欠ける状況で、政府支出は、従来型の公共工事の削減傾向の継続により、年を通して減少を続けるものと思われる。

## 後半の押し上げを見込む外需

外需は、世界的な需要の伸び悩みを背景に、前半は成長率を押し下げるものの、後半に掛けては、中国での第12次5ヶ年計画のスタートや、新興国の景気拡大、欧米経済の持ち直しを受けた輸出の増加に支えられ、再び押し上げ要因へと転じるものと見込まれる。

確かに、米国経済の腰折れ懸念や、為替市場での過度の円高、デフレ圧力の強まり、外需頼みの成長、政局動向に見られる様に、不透明要因は多いものの、11年の日本経済は、海外経済の改善により、潜在成長率を上回る伸びは確保できるものと想定されよう。

藤井 信和  
投資ストラテジスト

	09/1Q	09/2Q	09/3Q	09/4Q	10/1Q	10/2Q
実質GDP成長率	11.3	-1.2	5.7	6.8	3.0	4.5

(出所) 内閣府経済社会総合研究所『四半期別GDP速報』をもとにMUMSS作成

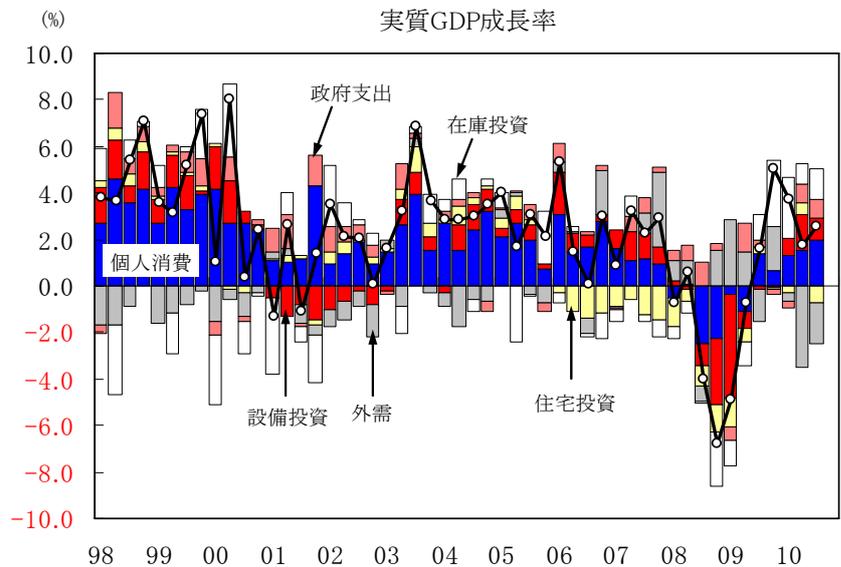
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

## マクロ動向

## 緩やかな回復が想定される11年の米国経済

## 緩やかな回復が想定される米国

2011年の米国経済は、対策効果の剥落継続を背景に、年前半は緩やかな持ち直しを続け、後半にかけては、量的緩和の浸透に伴う個人消費と、設備投資の底堅い動きにより、回復力こそ増すものの、全般的には力強さに欠け、2%台前半程度に留まるものと想定される。



(注) 前期比年率寄与度、季節調整済み  
(出所) 商務省『National Accounts Data』をもとにMUMSS作成

## 一進一退が予想される個人消費

個人消費は、完全失業率を顕著に低下させるに至らない雇用情勢の緩やかな持ち直しに、引き続き、圧迫されるとはいえ、「ブッシュ減税」の延長や、量的緩和の浸透に伴う資産価格の値上がりなどを背景に、年間を通じて底堅く、一進一退の動きを続けるものと考えられる。

## 後半の復調期待される設備投資

設備投資は、製造業による在庫復元の動きの一服により、年前半はやや伸び悩むものの、調整圧力は比較的軽微で、企業業績の回復や、低金利政策の継続、金融機関による融資基準厳格化の緩和により、年後半にかけては、その勢いを増していくものと期待される。

## 底割れの回避が見込まれる住宅

住宅投資は、差し押さえ物件との競合や、借り換え手続きの不備に抑制されるとはいえ、歴史的な低金利や、販売価格の落ち着き、返済負担の軽減、ゼロ金利政策と、量的緩和の継続により、底割れは回避し、低水準での緩やかな持ち直しは続けるものと見込まれる。

## マイナス寄与が考えられる外需

外需は、為替市場でのドル安の定着や、構造的要因による安価な外国製品の流入、素原材料価格の値上がり、国内需要の持ち直しと、新興国を中心とした世界経済の拡大との相殺により、成長率に対する寄与度は、若干のマイナス程度に留まるものと考えられる。

確かに、デフレのリスクや、資産バブルの崩壊、保護主義の強まり、財政問題の深刻化、需給ギャップの存在、タカ派議員の台頭に見られる様に、不透明要因は多いものの、11年の米国経済は、内需の底堅い動きにより、潜在成長率程度は確保できるものと予想されよう。

藤井 信和  
投資ストラテジスト

	09/2Q	09/3Q	09/4Q	10/1Q	10/2Q	10/3Q
実質GDP成長率	-0.7	1.6	5.0	3.7	1.7	2.5

(出所) 商務省『National Accounts Data』をもとにMUMSS作成

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

マクロ動向

2011年の円/ドル・円/ユーロ相場見通し

<円/ドル相場>

資産効果に支えられた米経済成長が剥落すれば、80円割れも想定。年後半には、過度のリスク回避姿勢が後退し、極端な円高の修正へ

【前半】: FRBの量的緩和継続でドル安圧力が残り、10年末のドル需要一巡と、米景気楽観論の後退が重なれば80円割れも。  
 【後半】: 米金融緩和の継続でドル安圧力が継続。但し、世界経済の持ち直しを受け、極端なリスク回避の円買い圧力は軽減へ



(出所)実績はBloombergをもとにMUMSS作成 ※予想は投資情報部

<円/ユーロ相場>

債務危機など極端に危機が高まる局面では100円割れの可能性も。年後半には、円高圧力軽減で、底堅い展開へ

【前半】: ドル安の受け皿としてのユーロ買いが下支え。債務危機など極端に危機が高まる局面では100円割れの可能性も。  
 【後半】: 円高圧力の緩和と共に、ドル安の受け皿としてのユーロ買いも軽減するが、クロス円でユーロは底堅い展開になる。



(出所)実績はBloombergをもとにMUMSS作成 ※予想は投資情報部

松本 光正  
シニア投資ストラテジスト

服部 隆夫  
シニア投資ストラテジスト

國方 智子  
投資ストラテジスト

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

マクロ動向

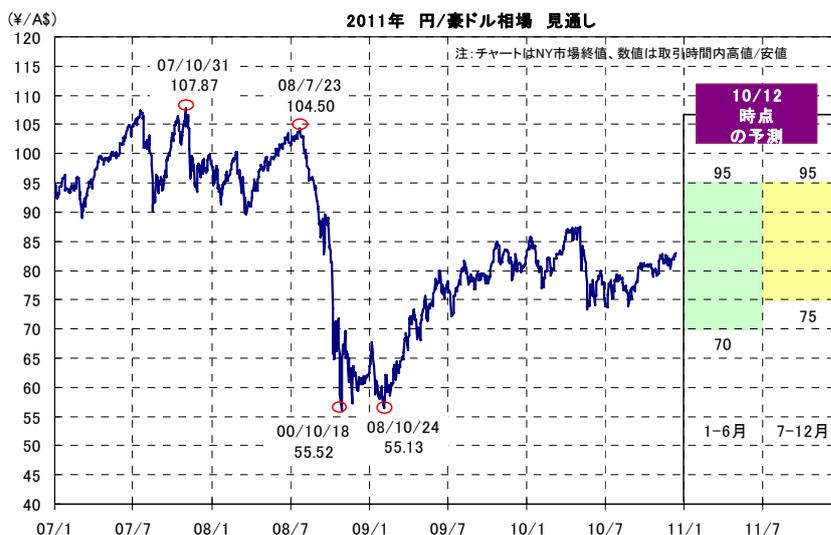
2011年の円/豪ドル・円/リアル相場見通し

両者とも米量的緩和を背景に資金流入は継続。年後半は円高圧力の後退も支援材料に。

<円/豪ドル相場>

【年前半】:LNG プラントなど、鉱業関連の大型投資が目白押しで 2011 年の成長率(3.5%・IMF 予想)は、2010 年(3.0%)から一段と高まる見通し。当局も予防的な金融引き締めを重視する姿勢で、金利面から資金流入を促そう。

【年後半】:中国の資源需要に支えられ 2012 年の成長率はさらに上伸する見通し。インフレ圧力・金利先高感は残り、豪ドルをサポートすると予想。

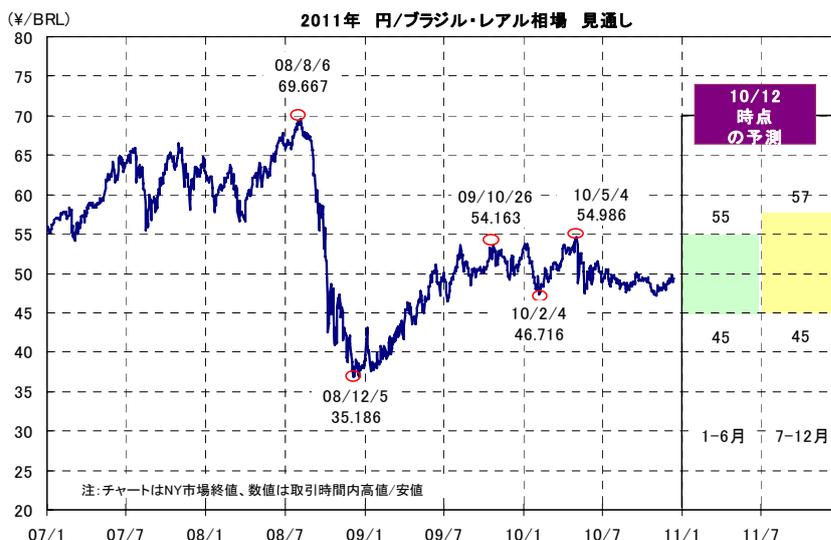


(出所)実績はBloombergをもとにMUMSS作成 ※予想は投資情報部

<円/リアル相場>

【年前半】:インフレ圧力から年初早々の利上げの可能性が浮上。ルセフ新政権のインフレ抑制・財政再建に向けた姿勢が注目材料。

【年後半】:当局の歳出削減策や税制等を通じた通貨高抑制策が上値を重くするも、成長率格差・金利差から資金流入は続く見通し。



(出所)実績はBloombergをもとにMUMSS作成 ※予想は投資情報部

松本 光正  
シニア投資ストラテジスト

服部 隆夫  
シニア投資ストラテジスト

國方 智子  
投資ストラテジスト

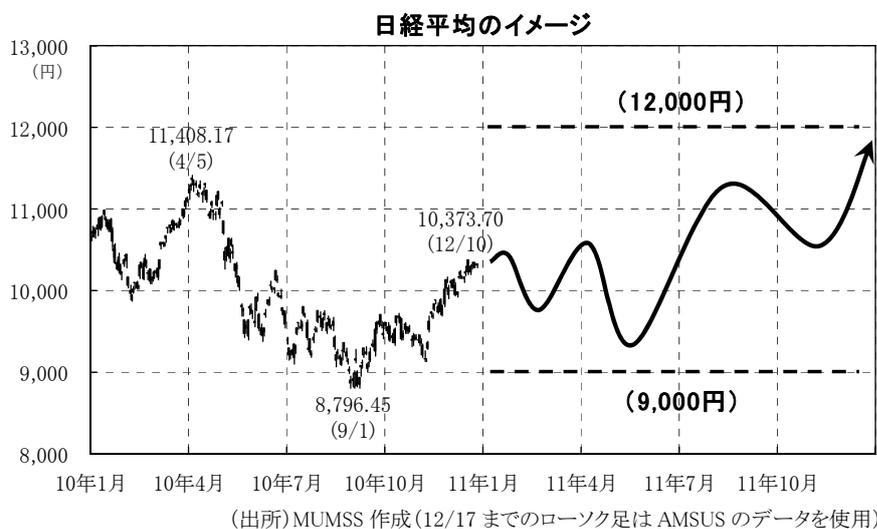
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

## マーケット分析

## 2011年の日経平均展望

## 【2011年の日経平均のイメージ】

・2011年の日経平均は、5月に安値、年末に高値を付ける展開を想定する。



## 【想定されるプラス要因】

## ①【米国の金融緩和は長期化】

・米国の量的緩和は長期化の見通し。日欧も緩和政策は継続見込み。  
→グローバルなリスクマネーの膨張は持続。

## ②【新興国の内需拡大】

・新興国の修正利上げは、年後半に一巡へ。  
・新 5 ヵ年計画がスタートする中国をはじめ、新興国では内需主導の高い経済成長が続く。

## ③【追加対策への期待】

・「ブッシュ減税」延長に加え、米国の追加経済対策への期待が高まる。  
・日本でも円高再加速時には、為替介入、包括的緩和の拡大などの政策発動が期待される。

## ④【企業業績】

・想定為替の見直し、アジア市場での拡販により、日本企業の円高抵抗力は強化。IT 在庫調整一巡もあり、2011 年度も 2 桁増益達成へ。

## 【想定されるマイナス要因】

## ①【円高リスク】

・11 月以降の急速なドルの買戻しの反動、根強い南欧諸国等の債務危機懸念を受け、「リスク回避の円買い」が進行した場合、円は瞬間的に 80 円割れ/最高値更新の可能性も。

## ②【政策・政治リスク】

・国内ではエコカー補助金に続き、家電エコポイント(3 月末)が終了予定。政策効果の剥落に伴う、反動減への警戒感が強まる。  
・菅内閣の「レームダック」化に伴う政策停滞。特に、TPP や FTA など通商政策や、デフレ対策の出遅れは、日本固有の上値抑制要因に。

## ③【株式需給】

・「システム上重要な金融機関」(SIFIs)への自己資本規制比率上乘せや、IFRS 導入に向けた動きが、株式需給悪化要因に。

荒井 誠治  
投資ストラテジスト

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

マーケット分析

2011年の主なイベント

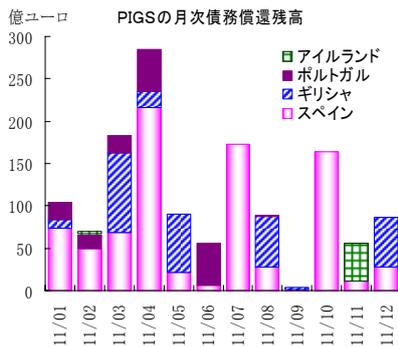
～2011年のポイント～

年前半に、国内外ともに政治イベントが目立ち、米国の一般教書演説・予算教書発表・中国の全国人民代表大会(全人代)と続き、4月には、国内で統一地方選挙が行われる予定

前哨戦とも言えた茨城県議選で、与党・民主党が惨敗したことは記憶に新しい。衆参ねじれ国会の行き詰まりを意識される中、春先の統一地方選挙は、株式市場の様子見姿勢を強めよう

経済面を見ると、ニンテンドー3DS 発売・法人実効税率の引き下げ実施・ブラジル高速鉄道計画の入札・地上デジタル放送に完全移行など支援材料も

◎年間を通して、懸念材料となり得る SIFIs(システム上重要な金融機関)への規制作りスケジュールの動向と、PIGS の国債償還スケジュール



(出所) BloombergデータをもとにMUMSS作成

※予定は今後変更される場合があります。

岡野 辰太郎  
投資ストラテジスト

日程		国内外の予定
1月	1日	海外 ブラジル新大統領就任
	10～23日	海外 北米国際自動車ショー(デトロイト)
	24～25日	日銀金融政策決定会合
	25～26日	海外 FOMC(連邦公開市場委員会)
	26日	海外 米国一般教書演説
	26～30日	海外 世界経済フォーラム年次会合(ダボス会議)
	月内	通常国会召集
2月	2日	海外 米国予算教書発表
	16～17日	日銀金融政策決定会合
	18日	海外 G20財務相・中央銀行総裁会議(パリ)
	26日	ニンテンドー3DS発売
3月	上旬	海外 中国全国人民代表大会(全人代)
	12日	九州新幹線全線開業(博多～新八代間)
	14日	名古屋市にリニア・鉄道館開館
	14～15日	日銀金融政策決定会合
	15日	海外 FOMC(連邦公開市場委員会)
	31日	家電エコポイント・中小企業向け景気対応緊急保証が終了
4月	1日	法人実効税率を5%引き下げ
	1日	日銀短観
	6～7日	日銀金融政策決定会合
	10日・24日	統一地方選挙
	11日	海外 ブラジル高速鉄道計画入札
	21～28日	海外 上海モーターショー
	26～27日	海外 FOMC(連邦公開市場委員会)
	28日	日銀金融政策決定会合 日銀「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)公表
5月	19～20日	日銀金融政策決定会合
	23～27日	海外 第50回OECDフォーラム・閣僚理事会
	31日	既存住宅への住宅用火災警報器の設置期限
6月	2日	OPEC総会(ウィーン)
	13～14日	日銀金融政策決定会合
	21～22日	海外 FOMC(連邦公開市場委員会)
7月	1日	日銀短観
	6日	海外 2018年冬季オリンピック開催地決定
	24日	地上デジタル放送に完全移行(正午)
8月	9日	海外 FOMC(連邦公開市場委員会)
9月	20日	海外 FOMC(連邦公開市場委員会)
10月	1日	地球温暖化対策税(環境税)の実施
	3日	日銀短観
	月末	日銀「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)公表
11月	1～2日	海外 FOMC(連邦公開市場委員会)
	3～4日	海外 G20首脳会議(カンヌ)
	12～13日	海外 APEC首脳会議(ホノルル)
12月	2～11日	東京モーターショー
	13日	海外 FOMC(連邦公開市場委員会)
	中旬	日銀短観
	末	海外 欧州金融安定策・延長期限
	月内	東京スカイツリーが竣工

出所: Bloomberg、日本銀行、経済産業省などの公表資料をもとに MUMSS 作成、12/17 時点。シャドウのかかった箇所=重要なイベント

SIFIs(システム上重要な金融機関)への規制作りスケジュール		
2011年	前半	国際的なSIFIsを決めるための基準を設定
	半ば	基準に沿って各国当局が、具体的に国際的なSIFIsを特定
	後半	自己資本の上乗せ幅など具体的な規制の中身を決定
	?	適用

出所: 日本経済新聞の報道をもとに MUMSS 作成

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

マーケット分析

年間変動率から見た2011年の予想レンジ

右図は戦後の日本株市場における、日経平均の年間高値および安値の変動率(各前年末株価を基準)

特徴としては、

- ① 第1次オイルショック以降、高度経済成長が終焉し、年間の最大上昇率が低下
- ② 平成バブル崩壊後は経済の縮小均衡とデフレ化により、年間の最大下落率が拡大

近年は平成バブル崩壊後の平均的な相場変動に終始している

一方、世界景気の循環には、オリンピックや米国での選挙などによる需要拡大が強く影響しており、4年で二つの山が1サイクルを形成する傾向が見られる

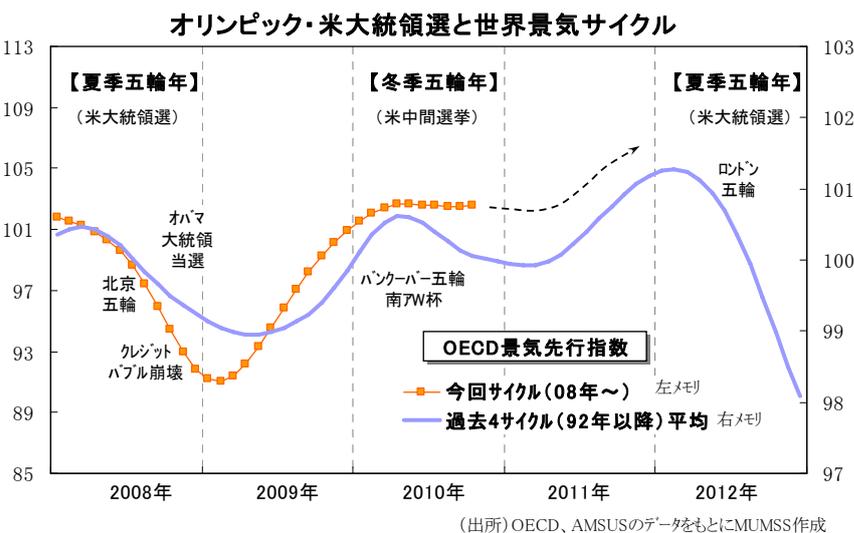
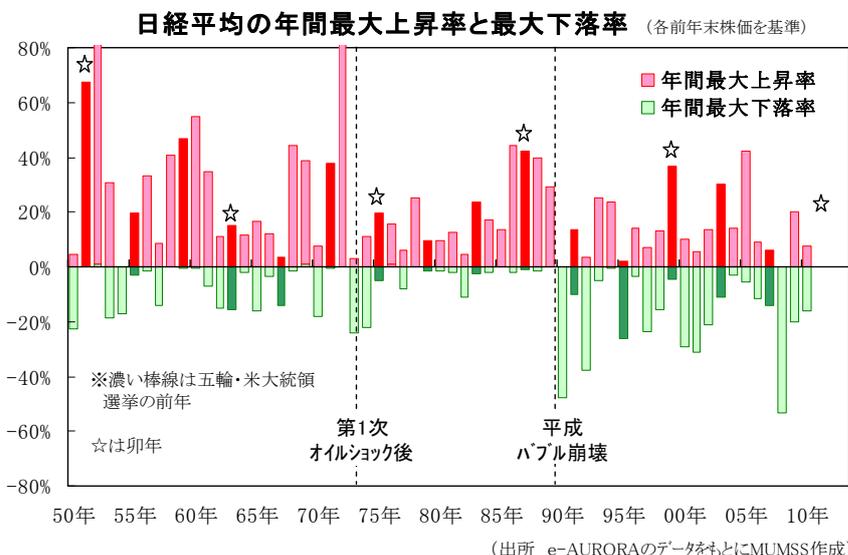
2011年は翌年のロンドン五輪、米大統領選挙に向けた景気拡大期に当たり、特に年後半に回復感が高まる可能性がある

また、相場格言では「卯跳ねる」だが、12年毎に巡ってくる卯年も米大統領選前年になることは興味深い

右表は戦後の各期間、局面における日経平均の変動率平均を基にした2011年の予想レンジ

平成バブル崩壊後平均では12,000円～8,500円程度と予想されるが、夏季五輪・米大統領選の前年、卯年といった「堅調特異年」であることも考慮する必要があるかもしれない

鮎貝 正弘  
シニア投資ストラテジスト



年間最大上昇率・下落率による2011年の日経平均予想レンジ

10年末の日経平均(円)	年間最大上昇率	年間最大下落率	年次騰落率
	10,500	予想高値(円)	予想安値(円)
戦後平均	22.5%	-10.5%	11.1%
	<b>12,860</b>	<b>9,395</b>	<b>11,661</b>
第1次オイルショック後の平均	16.3%	-12.5%	4.2%
	<b>12,208</b>	<b>9,191</b>	<b>10,938</b>
平成バブル崩壊後の平均	13.9%	-18.6%	-3.5%
	<b>11,961</b>	<b>8,543</b>	<b>10,135</b>
夏季五輪・米大統領選の前年 (第1次オイルショック後)	20.4%	-8.4%	12.2%
	<b>12,646</b>	<b>9,618</b>	<b>11,784</b>
卯年の平均 (戦後)	36.2%	-5.1%	23.1%
	<b>14,302</b>	<b>9,964</b>	<b>12,925</b>

※各前年末株価を基準に算出 (出所 e-AURORA、AMSUSのデータよりMUMSS作成)

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

マーケット分析

企業収益と日経平均バリュエーション

日経平均採用銘柄における当期利益の増益率予想は  
 2010年度: +92.6%  
 2011年度: +13.5% (※1)

足元、日経平均の2010年度予想EPS(※2)は 645 円程度であり、2011年度の予想増益率を加味すると予想EPSは 733 円程度と、クレジット・バブル崩壊前の2007年度比 82%水準まで回復する見通し

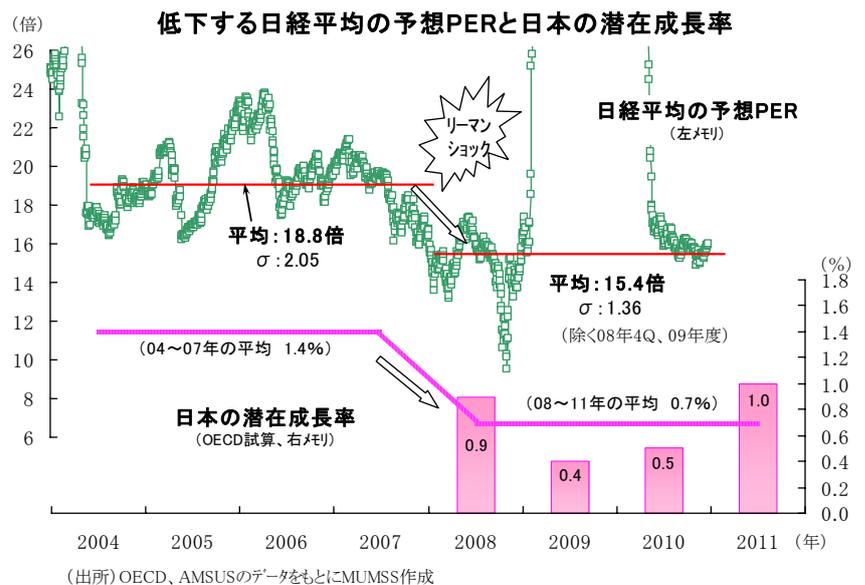
※1: 日経平均採用銘柄内、コンセンサス取得可能 221 銘柄で MUMSS 集計  
 ※2: 一株当たり利益換算値(12/16 時点)



一方、利益に対するプレミアムである予想 PER は、クレジット・バブル崩壊後に急低下

円高やデフレ、主要輸出先であった米経済の変調により、日本の潜在成長率が一段と低下したことが要因

2008年度以降の予想PER平均は 15.4 倍と、バブル崩壊前と比べ 3.4 ポイント低下しており、2011年も利益(EPS)の回復水準ほどには株価が戻らない状況が続くと考えられる



こうした点を考慮して 2011 年における日経平均の水準を予想すると

2010 年度は 9,000 円~10,800 円程度が妥当レンジとなり、2011 年度では 10,300 円~12,300 円程度のレンジで評価される可能性がある

鮎貝 正弘  
 シニア投資ストラテジスト

PER15.4倍を基準とした日経平均の予想レンジ

業績モメンタム	変動範囲 σ: 1.36	予想PER (倍)	10年度 EPS: 645円	11年度 EPS: 733円
大幅改善	+2σ	18.1	11,675	13,267
改善	+1σ	16.7	10,797	12,270
予想並み	±0	15.4	9,920	11,274
悪化	-1σ	14.0	9,043	10,277
大幅悪化	-2σ	12.7	8,166	9,280

(出所) AMSUSのデータをもとにMUMSS作成

マーケット分析

投資主体者別売買動向・2010年の総括

●投資部門別株式売買状況  
(3市場1・2部等、委託分・差引)  
金額ベース<単位は億円>

\*「10年累計」は、1月～11月の月間、および12月1週～2週の週間の数値を単純合計して算出し、現時点での参考値として表示した。

【主要投資主体の動向】

◇外国人

「外国人が買えば上がる、売れば下がる」傾向は、2010年も健在。近年は、先物と組み合わせた売買も増加し、影響度は一段と高まっている。

◇個人

「上げた週は買わない」(押し目買い徹底)が顕著。もともと、足もとでは「日本株売り・外貨建て資産買い」も増加している模様で、下落週でも買いは鈍い。

◇信託銀行(公的年金など)

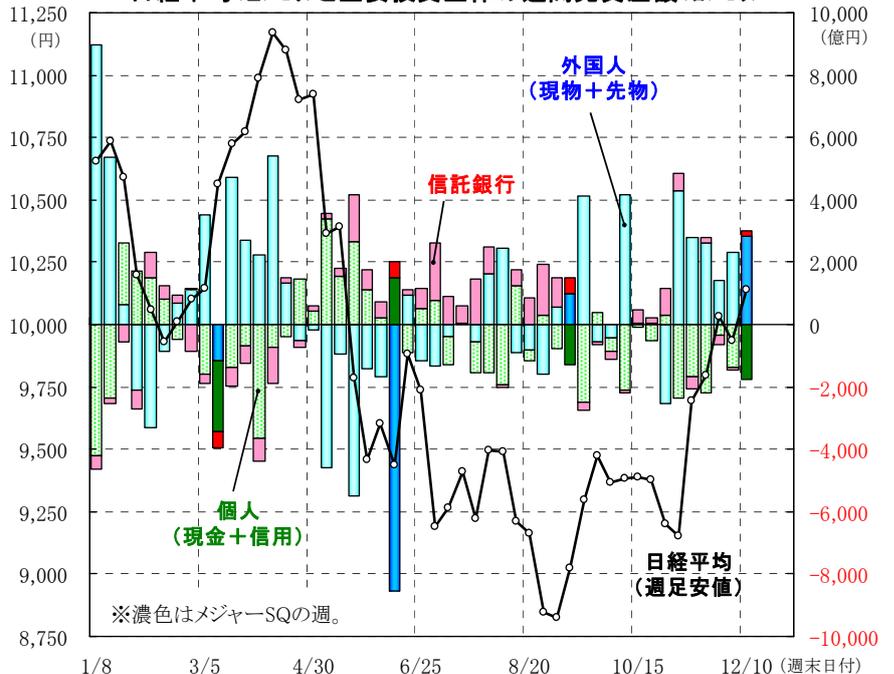
10年度も安定的な買い支え主体として貢献。特に年央に、国債の価格が急騰(利回りは低下)した際には、ポートフォリオ維持のため、株式買いを膨らませた模様。

◇生損保、都・地銀、事業法人

売買シェアは小さいが、売りが増え気味な点に留意。金融機関の資本規制強化やIFRS導入などを見据え、持ち合い解消売りが増加している可能性も。

区分	年月	外国人	法人					個人	
			金融機関			事法	投信	信用	現金
			生損保	都・地銀	信託銀				
年間	05年	103,219	-5,603	-6,675	-42,308	13,524	7,553	33,717	-73,673
	06年	55,289	-1,499	1,573	-33,177	20,190	17,073	18,380	-62,192
	07年	54,235	679	-2,113	-16,835	15,555	-5,449	14,153	-46,441
	08年	-37,085	-3,289	-365	45,026	16,322	3,014	-898	10,719
	09年	17,775	-4,183	-2,777	14,403	-1,843	769	7,348	-16,015
月間動向	1月	14,666	-344	-352	-1,784	-1,260	-103	1,443	-4,327
	2月	2,750	-340	-525	636	263	494	1,243	566
	3月	5,428	-1,170	-544	-2,694	-1,221	-1,091	-2,163	-7,442
	4月	8,302	-960	-433	-1,022	-425	-191	3,055	-2,249
	5月	-6,011	294	321	2,550	-404	1,267	3,898	4,833
	6月	-9,911	-74	-115	3,716	564	454	1,144	924
	7月	2,315	-279	35	3,784	-486	-85	-764	-2,667
	8月	-846	-189	152	2,972	436	-260	641	-1,433
	9月	1,262	-360	-238	897	-43	41	-1,836	-2,758
	10月	4,626	65	-215	1,346	-341	354	-34	-2,406
	11月	4,209	-1,233	-95	35	160	-104	-1,446	-5,120
週間動向	10月3週	1,163	-4	6	163	-73	-89	414	-933
	10月4週	-345	291	-56	858	105	325	393	-91
	11月1週	1,858	-258	-0	564	-87	299	-1,136	-1,238
	11月2週	840	-353	-37	-403	-13	-188	-196	-1,465
	11月3週	1,289	-351	-26	173	221	13	-529	-1,645
	11月4週	222	-270	-32	-300	38	-228	415	-773
	12月1週	1,333	-247	-138	-80	77	-15	-91	-1,284
12月2週	1,050	-550	-150	184	-1	-444	-74	-1,693	
10年累計(12月2週)		29,173	-5,385	-2,296	10,541	-2,682	317	5,016	-25,057
10年累計売買シェア		62.6%	0.5%	0.2%	6.6%	1.3%	2.7%	13.4%	9.6%

日経平均<左メモリ>と主要投資主体の週間売買差額<右メモリ>



荒井誠治  
投資ストラテジスト

(出所)表・グラフともに、東証『投資部門別株式売買状況』をもとに MUMSS 作成

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

マーケット分析

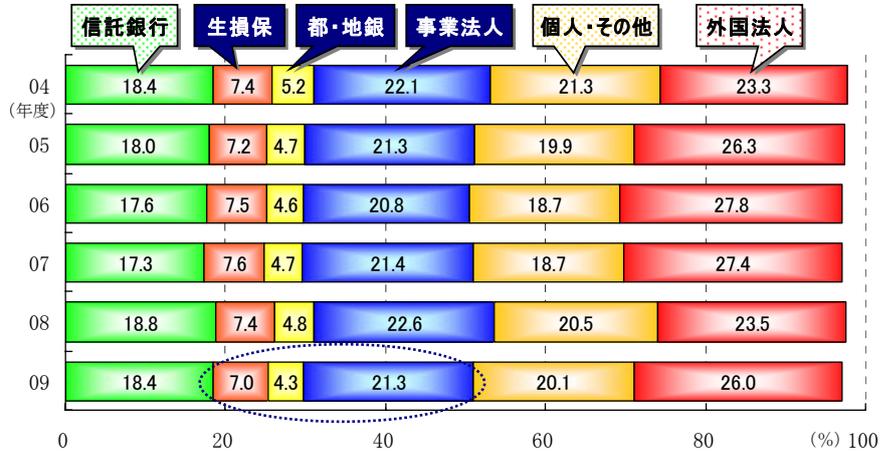
依然強い「持ち合い解消」圧力

●依然強い「持ち合い解消」圧力

・生損保や都・地銀といった金融機関、そして事業法人など、株式を「持ち合っている」投資主体の保有比率は、持ち合い解消の進展に伴い、逡減傾向にある。しかし、09年度(10/3末)でも、その合計の保有金額は依然、全体の約3分の1を占めている。

・11年には、持ち合い解消の動きを加速させようという話題も控えており、市場への影響が注目される。

投資部門別株式保有比率(金額ベース)の推移



\*主要な投資主体のみ抜粋。(出所)東証『株式分布状況調査』をもとに MUMSS 作成

●「SIFIs」、「IFRS」の行方がカギ

・銀行に課す「狭義の中核的自己資本(コア Tier1)比率を、実質7%まで段階的に引き上げる」などを盛り込んだ「バーゼルIII」。次の焦点は、「システム上重要な金融機関(SIFIs)」に課す、上乗せ規制の有無である。

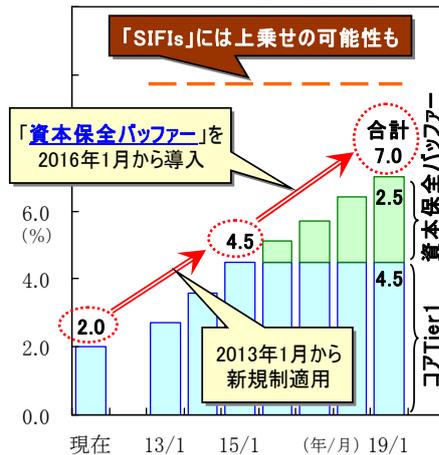
・FSB(金融安定化理事会)は、①11年初めにSIFIsの判定基準、②11年半ばにSIFIs対象金融機関の認定、③11年末に規制の内容や方法を決定する予定。

SIFIsの対象や規制内容によっては、国内でも自己資本比率(自己資本÷リスク資産)引き上げを狙った増資や、持ち合い株の売却(リスク資産の圧縮)に動く金融機関が増える可能性がある。

・一方、事業会社の関心事の一つは、IFRS(国際会計基準)対応。金融庁は12年を目処に、強制適用の判断を行う見込みだが、「包括利益」開示義務化を見据え、利益に影響を与える持ち合い株を減らす動きも、出つつあるようだ。

荒井 誠治  
投資ストラテジスト

「コアTier1」比率規制



\*10/Q3(7-9月期)または1-9月期の各社決算資料から抜粋。定義の基準は発行会社により異なる場合がある。(出所)バーゼル銀行監督委員会、発行会社資料をもとに MUMSS 作成

欧米主要銀行の自己資本比率<%>

金融機関名	コア Tier1	Tier1
ゴールドマン・サックス・グループ(米)	13.0	15.7
シティグループ(米)	10.3	12.5
JPモルガン・チェース(米)	9.5	11.9
バンク・オブ・アメリカ(米)	8.6	11.2
ウェルズ・ファーゴ(米)	6.4	8.6
UBS(スイス)	14.2	16.7
クレディ・スイス・グループ(スイス)	12.1	16.7
HSBC(英)	10.5	12.1
ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド・グループ(英)	10.2	12.5
パーケイズ(英)※同社のみ1-6月期	10.0	13.2
BNPパリバ(仏)	9.0	11.2
サンタンデル(スペイン)	8.5	9.7
ソジェテ・ジェネラル(仏)	8.4	10.4
ドイツ銀行(独)	7.6	11.5

IFRS導入で業績(利益)の開示はこう変わる

(日本電波工業の中間決算短信の例、上段:09年度、下段:10年度)

1. 平成22年3月期第2四半期の連結業績(平成21年4月1日~平成21年9月30日)

(1) 連結経営成績(累計) (%表示は対前年同四半期増減率)

	売上高	営業利益	経常利益	四半期純利益
	百万円	百万円	百万円	百万円
22年3月期第2四半期	25,926	△27.2	3,489	272.5
21年3月期第2四半期	35,625	—	937	—

1. 平成23年3月期第2四半期の連結業績(平成22年4月)

(1) 連結経営成績(累計) (%表示は対前年同四半期増減率)

	売上高	営業利益	税引前四半期利益	四半期利益	四半期包括利益合計額
	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円
23年3月期第2四半期	28,247	9.7	1,482	△51.5	1,316
22年3月期第2四半期	25,758	—	3,057	—	3,539

「包括利益」とは…

- ① 持ち合い株式の含み損益
- ② 海外子会社の資産を円換算した際の差損益
- ③ 損失回避のヘッジ取引の差損益を、純利益に加えて計上する。

株価・為替の変動の影響がより反映されるように

(出所)MUMSS 作成(決算短信は日本電波工業のものを引用)

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

マーケット分析

米国の金融緩和について考える

①年末商戦好調のナゾ

米国は、失業率の高止まりにも拘らず、年末商戦は好調で、米経済の2番底懸念は後退した。しかし、株高による資産効果が支えた面も多いと判断される。

②資産効果剥落に注意

米個人消費支出・前年比は、家計の純資産/可処分所得比率と平行に動く。同比率は既に伸び悩んでおり、一旦は資産効果剥落の可能性はある。

③米GDPギャップの拡大

GDPギャップは人と設備の過不足を示すもの。それらの余剰が続き、マイナス局面が長引くとデフレに陥る。足もとのGDPギャップは、そうしたリスクを示している。

④正当化される流動性拡大

「テーラー・ルール」は、FFレートの最適金利を求めるためのツールである。現在、様々にアレンジされているが、失業率ギャップをベースにすると、FFレートの最適金利は▲2.45%になる。政策金利はマイナスにできず、この観点から流動性拡大が正当化される。

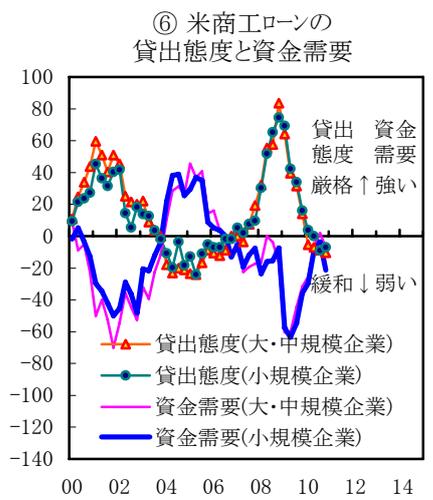
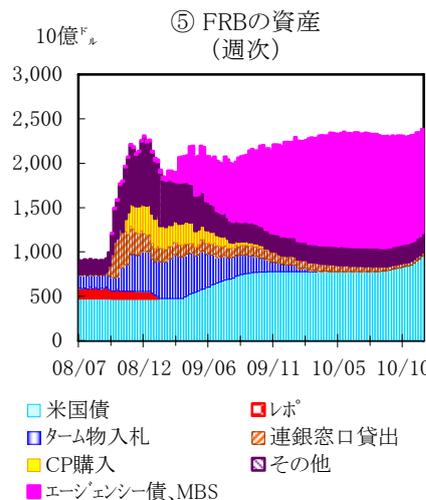
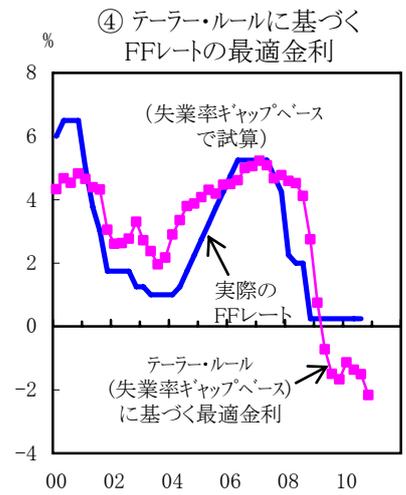
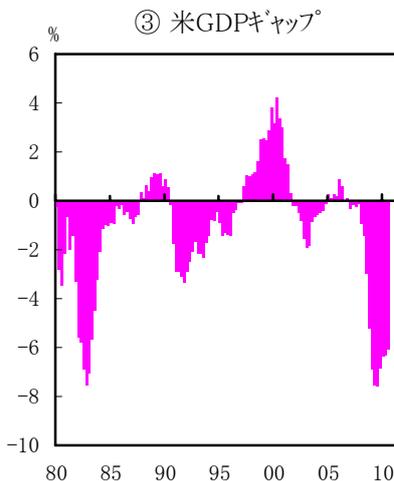
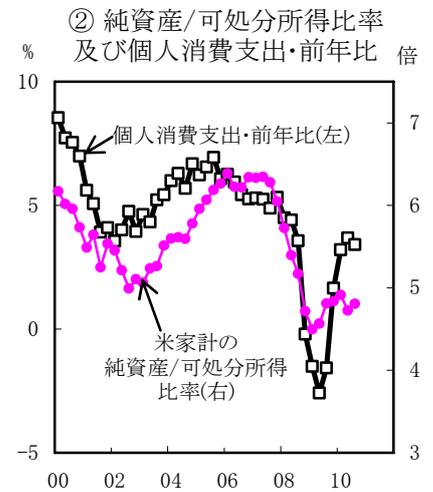
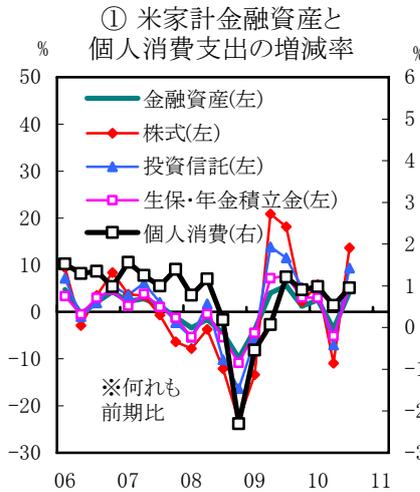
⑤FRB、バランスシートが膨張中

11/3、FRBは6,000億ドルの米国債買入れを決定した。これにより、FRBのバランスシートは着実に膨張している。

⑥新興国、商品市況への流入

米企業の資金需要は低迷し、更に流動性を供給すれば、行き場のないマネーが様々な資産価格を押し上げよう。FRBがアクセルを踏む限り、株式のサポートのみならず、新興国や商品市況への資金流入を促すと考えられる。

折見 世記  
シニア投資ストラテジスト



(上記のグラフ出所) 米商務省、FRB、Bloomberg、e-AURORAデータをもとにMUMSS作成

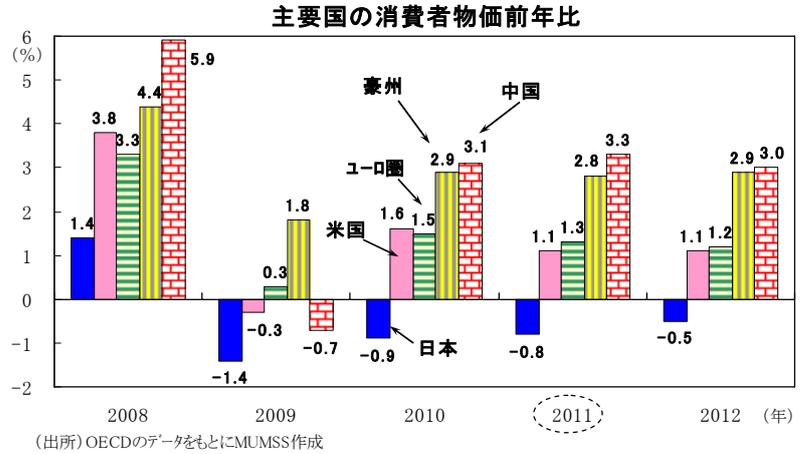
マーケット分析

デフレ継続が予想される日本経済

◆ 2011年も主要国で唯一デフレが予想される日本

クレジット・バブル崩壊後の需要急減で多くの国の消費者物価はマイナスとなったが、2010年には日本を除き、ほぼ解消

2011年も同様な展開が継続する見込みで、日本でのデフレ圧力は残る

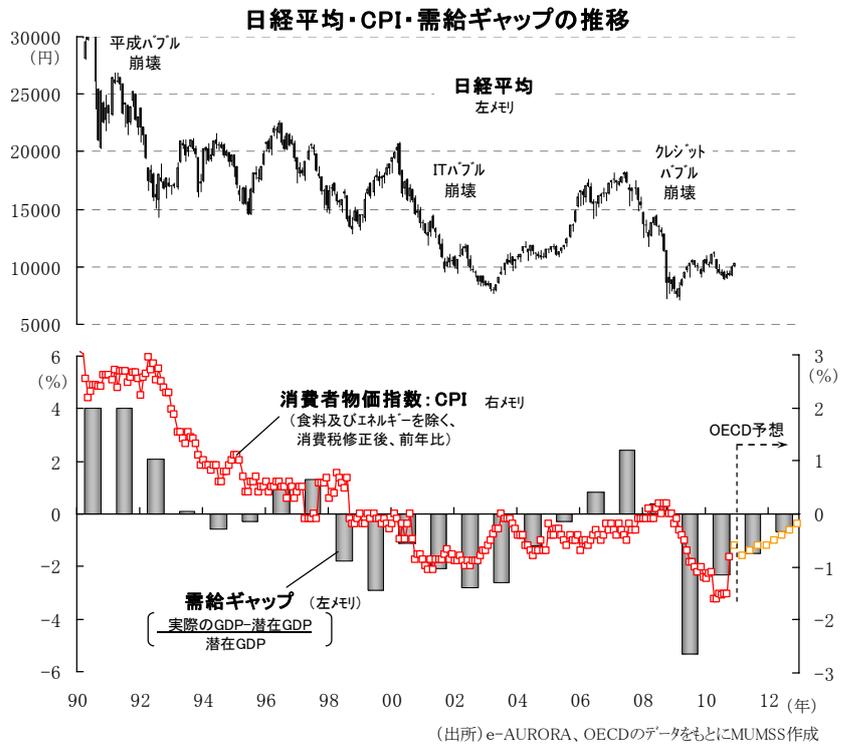


◆ デフレは株価の圧迫要因

90年以降の日本経済は3つのバブル崩壊を経験する過程で需給ギャップのマイナス(需要不足・供給過剰)幅が拡大し、デフレの一因となった

需給ギャップのマイナス及びデフレは資産価格としての株式市場の圧迫要因となり、日経平均・CPI・需給ギャップはほぼ平行な動きとなることが観測されている

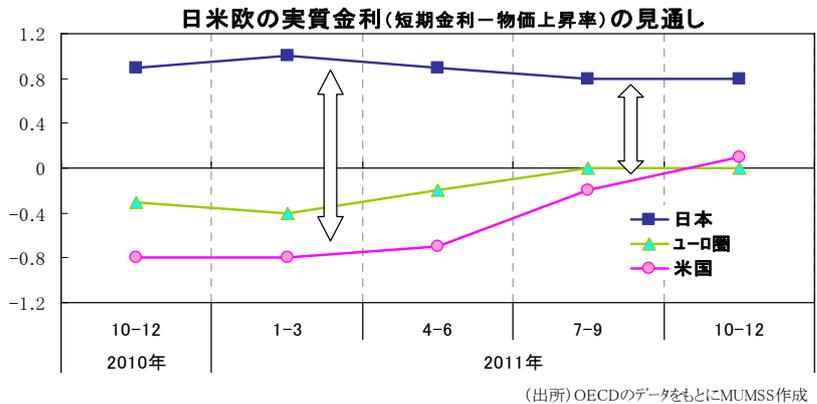
OECDの予想では2011年のCPI、需給ギャップはややマイナス幅が縮小する見通しで、2010年よりは株式市場の下振れリスクが低下する可能性がある



◆ 年後半に円高圧力が後退

デフレは実質金利を上昇させ、円高の一因となっている

ただ、2011年後半は景気浮揚感を背景に、日本のデフレ幅縮小と欧米の市場金利上昇から実質金利差が縮小する見込み



鮎貝 正弘  
シニア投資ストラテジスト

マーケット分析

政府・日銀の政策効果に期待高まる

10/5の金融政策決定会合で提案され、10/28、11/5と内容が公表されてきた日銀の包括的な金融緩和政策

このうち、リスクプレミアムの縮小(資産価格の上昇圧力)を促すとして導入された資産買入れ基金の創設であるが、効果の確認次第ないし、円高再加速局面などには、規模の拡大も期待できよう

マーケットで注目されるのは、未着手だったETFとREITの買入れ(総理大臣及び財務大臣の認可が必要)

この点の効果について、白川総裁は、「市場規模そのものが小さいので、呼び水となって投資家の層が広がったり、保有している人の資本ポジションを改善する効果がある」と会見で応答

外国人投資家の買越し額を調べて見ると、REITの買越し額が、10月の0.9億円から11月の251億円へと急増しており、今後の政策効果に期待したい

また、12/16に決定した税制大綱では、他国と比較して高いと言われてきた法人実効税率の引き下げを始め、マーケットにポジティブな話題も支援材料に

一方、今後の検討項目となった、2011年半ばまでに成案を得るとした「消費税を含む税制抜本改革案」の議論は、マーケットに冷や水を浴びせかねないため、注意が必要だろう

岡野 辰太郎  
投資ストラテジスト

◆日銀の追加金融緩和政策のポイント

日銀が発表した「包括的な金融緩和政策」の内容	
①政策金利(無担保コール翌日物の誘導目標)	従来「0.1%前後」→「0~0.1%程度」(採決は全員一致)
②「中期的な物価安定の理解」に基づく時間軸効果の明確化	「中期的な物価安定の理解=(CPIの前年比2%以下のプラス領域で、委員の大勢は1%程度を中心)」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続
③資産買入れ基金の創設	総額:35兆円程度 資産買入れ:5兆円程度 固定金利方式・共通担保資金供給オペ:30兆円程度

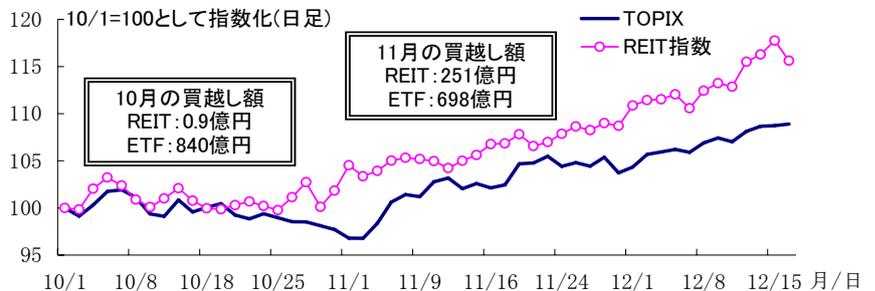
出所:日銀のホームページで取得したデータをもとにMUMSS作成

◆日銀が買入れる5兆円規模の資産内訳(12/16時点)

資産の内訳	金額	買入れ期間 (買入れ開始から2011年末を目処)	買入れ実施状況 (約定日)
国債(残存期間1~2年)	1兆5,000億円	11/8に買入れ開始	累計約3,000億円 11/8-29
国庫短期証券	2兆円		累計約4,500億円 11/9-30-12/13
社債(残存期間1~2年)	5,000億円	12/3に買入れ開始	累計約1,000億円 12/3
CP	5,000億円		累計約990億円 12/10
ETF(日経平均・TOPIX連動型)	4,500億円	12/15に買入れ開始	累計約142億円 12/15
REIT	500億円		累計22億円 12/16

出所:日銀のホームページで取得したデータをもとにMUMSS作成

◆外国人投資家によるETF・REITの買越し額と指数動向(10/1~12/16)



出所:東証のホームページで取得したデータをもとにMUMSS作成。ETFは現物、REITは現物・先物合計

◆2011年税制改正のポイント(プラス要素=○、マイナス要素=×、中立=△)

【企業部門】	
○	法人実効税率を、国税・地方税あわせ5%引き下げ
○	現行の中小企業向け軽減税率を、3年間、18%→15%に一段と引き下げ
△	従業員を10%以上増加させるなど、一定条件を満たせば、増加人員1人当たり20万円の税額控除
○	グリーン投資減税:環境投資に対して、取得価格の3割を特別償却
×	石油・石炭税の上積み分を地球温暖化対策税(環境税)と位置付ける。2011年10月から3年半かけて、石油・石炭税を5割ほど引き上げ
【家計部門】	
○	①証券優遇税制(本則20%→10%)を2年延長 ②小額投資非課税制度(日本版ISA)は、2014年1月に導入予定
×	年収1,500万円を超えた分は、給与所得控除対象外 23歳~69歳の成年扶養控除なども縮減
×	相続税の非課税枠(基礎控除)を「5,000万円と相続人1人当たり1,000万円」→「3,000万円と相続人1人当たり600万円」に圧縮

出所:財務省「税制大綱」をもとにMUMSS作成。税制は、今後、変更される可能性があります

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

マーケット分析

高まる収益性・財務健全性

7～9月期の法人企業統計は、日本企業の効率的で筋肉質な姿を映し出した。

① 11年1～3月の転換を示唆  
営業利益は前年比で伸び率が大きく鈍化。しかし、利益成長に先行する取引条件は、11年1～3月のボトムアウトを示唆している。

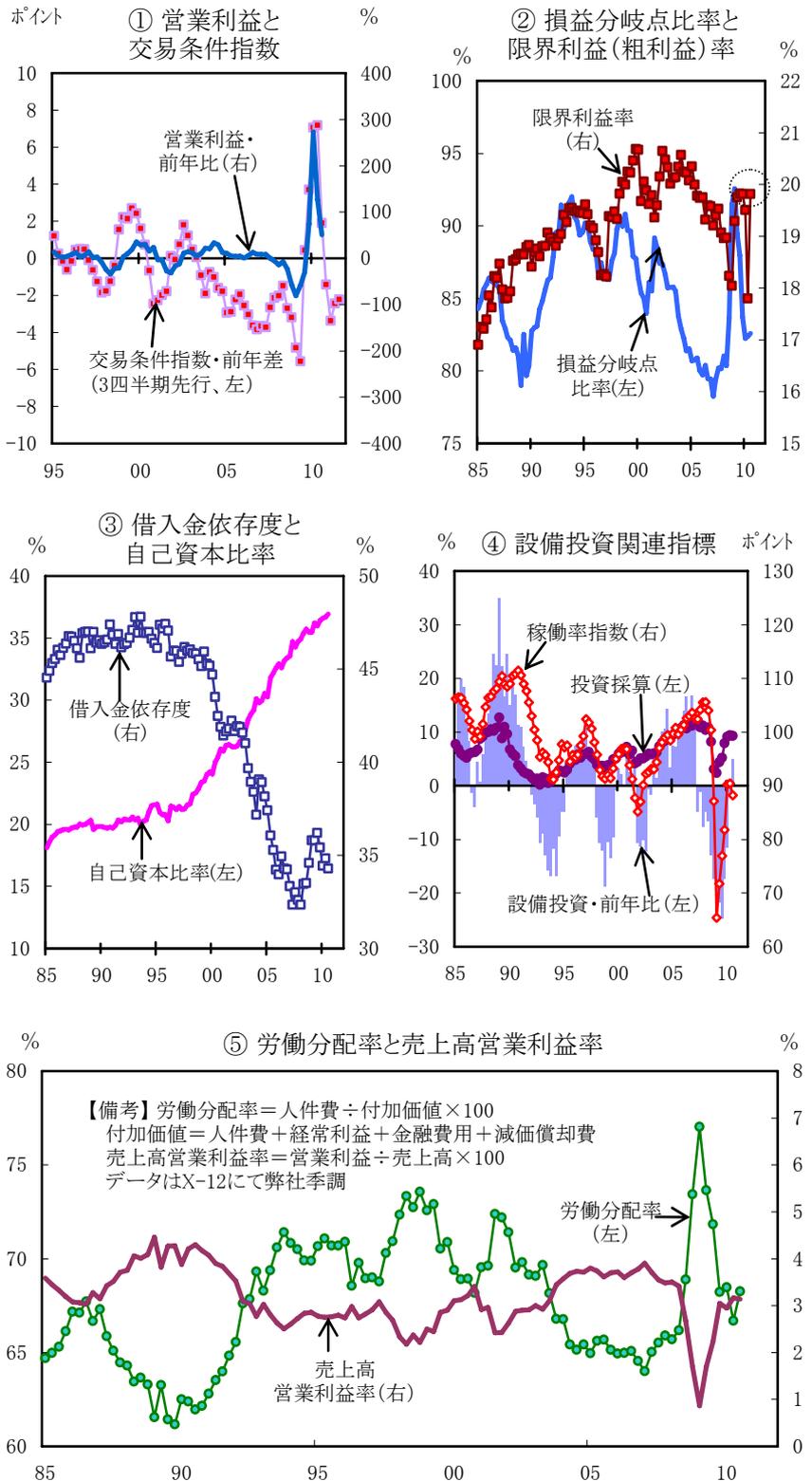
② 企業努力で収益性改善  
損益分岐点比率の抑制で、売上増で利益が伸び易い企業体質に。限界利益率(粗利益率)も高水準で、事業ポートフォリオの見直し、低採算事業からの撤退などが広く実施された模様。

③ 高まる企業の財務健全性  
企業の借入金依存度は再び低下傾向に。自己資本比率は上昇し続けており、企業の財務健全性は一段と強化されている。

④ 続く慎重姿勢  
国内での設備増強は期待しづらい。稼働率や投資採算の上昇は一巡しており、政策需要の反動減も控えている。多くの経営者の慎重姿勢は続く見込み。

⑤ 漸く下げ止まった労働分配率  
付加価値の労働者の取り分である労働分配率は、漸く下げ止まった形に。ただし、経営者のマインドに変化のない限り、同分配率上昇は期待しづらい。

折見 世記  
シニア投資ストラテジスト



(上記グラフ出所) e-AURORAデータをもとにMUMSS作成、法人企業統計は全規模・全産業ベース

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

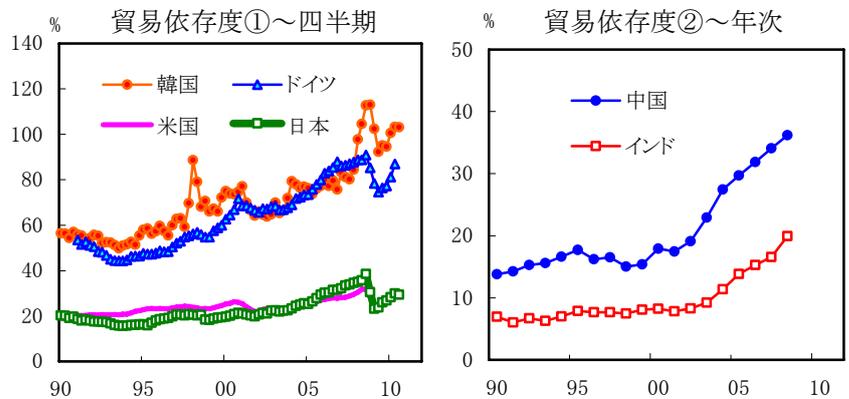
マーケット分析

自由貿易・経済協定の論点整理

◆意外と低い貿易依存度

日本は外需主導で景気が支えられていると考えられているが、意外と貿易依存度は低い。貿易依存度とは、分母に名目GDP、分子に輸出額と輸入額の合計を置いて百分率する。

韓国、ドイツは80~100%に達し、今も上昇過程にある。インドの同依存度は日本と同程度だが、中国と同様に右肩上がりである。



(上記グラフ出所) OECD、e-AURORAデータをもとにMUMSS作成

◆求められるリーダーシップ

日本では高齢化や労働力人口の減少により、内需を大きく成長させることは困難であり、貿易依存度を高める必要がある。

ここで必要なのは、国内の利害関係を調整して、海外との貿易・経済協定を強力に結ぶ政治のリーダーシップである。そしてリーダーは、グローバル競争激化の中、日本の産業をどの様に導くかといったビジョンを示し、工程表に落とししていくプロセスが求められる。

◆迷走するTPP論議

新興国の成長力を取り込むことは、日本の新成長戦略に欠かせない要素である。菅首相は、10年10月にインドのシン首相と会談し、貿易自由化を目指す、EPAを結ぶことに正式に合意、注目すべき前進である。

しかし、現在 TPP の参加に向けた動きでは、政府内の対立が鮮明となっている。11月、日本は TPP 会合の傍聴すら断われた。特に通商面での海外との交渉は膨大な準備が必要であろう。やはりここでも消費税率引上げ騒動同様に「唐突」はいけません。

折見 世記  
シニア投資ストラテジスト

FTA、EPA、TPPとは

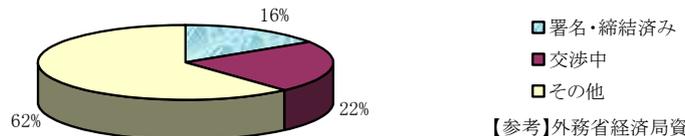
◆FTA(自由貿易協定)	↓ より強力な連携
◆EPA(経済連携協定)	
◆TPP(環太平洋パートナーシップ協定)	

(出所)MUMSS作成

貿易・経済協定に向けた主な動きと現状

◆日本の取り組み

日本の貿易総額に占めるEPAの締結状況



【参考】外務省経済局資料

◆米国の取り組み

- ・ 02年に成立の貿易促進権限法(TPA法)は、07年7月に失効。
- ・ オバマ大統領は「貿易拡大と新たな通商協定の追及を目指す」としたが、包括的通商政策は打ち出せていない。同国は08年にTPP参加の意思を表明。

◆EUの取り組み

- ・ 06年10月、欧州委員会は、WTO・DDA(ドーハ開発アジェンダ)を優先としつつも、以下の優先順位での締結を提案：
  - ①ASEAN、韓国、メルコスール(南米南部共同市場)
  - ②インド、ロシア、GCC(湾岸協力会議)

◆韓国の取り組み

- ・ 近年、世界的なFTAの趨勢に乗り遅れることを防ぎ、韓国経済の構造改革を図るために自由貿易のスタンスを強力に推進。
- ・ 09年8月インドと包括的経済連携協定に署名。
- ・ 10年12月米国とFTA合意、11年にも協定が発効する見込み。韓国の自動車メーカー等は発効5年後に、対米輸出で関税が免除。

(出所)MUMSS作成

マーケット分析

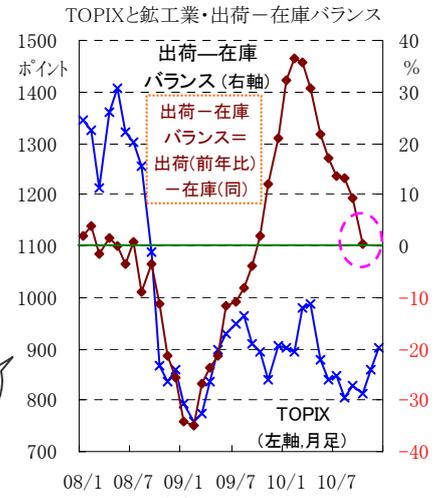
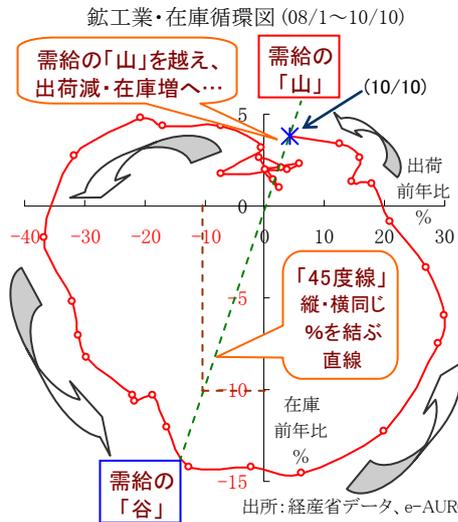
近づくIT関連在庫の一巡感

「山」を越える鉱工業生産

10年10月鉱工業生産は前月比2.0%減と、5ヵ月連続で低下した

また、(前年比)出荷が減速するとともに、(同)在庫は増加したため、鉱工業の在庫循環図は、需給の「山・谷」を示す45度線を越える直前に。今後、「出荷減・在庫増」の局面に入るとみられる

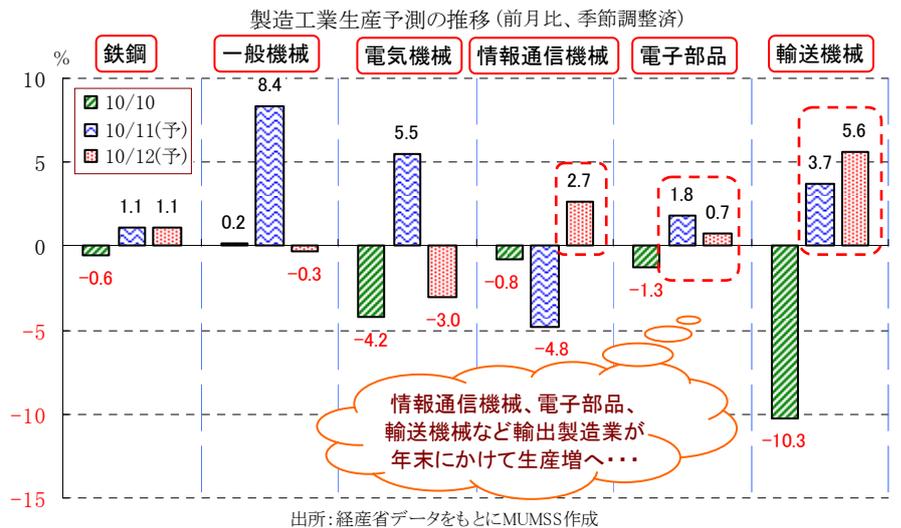
鉱工業の「出荷－在庫バランス」も、節目の0%に限りなく近付き、株価の重しとなることも



一部の品目には生産回復も

ただ、主要企業の生産見込みを聞いた「製造工業生産予測調査」で、生産調整の動きがみられた情報通信機械、電子部品、輸送機械の生産が10年末にかけてやや回復する見込みとなった

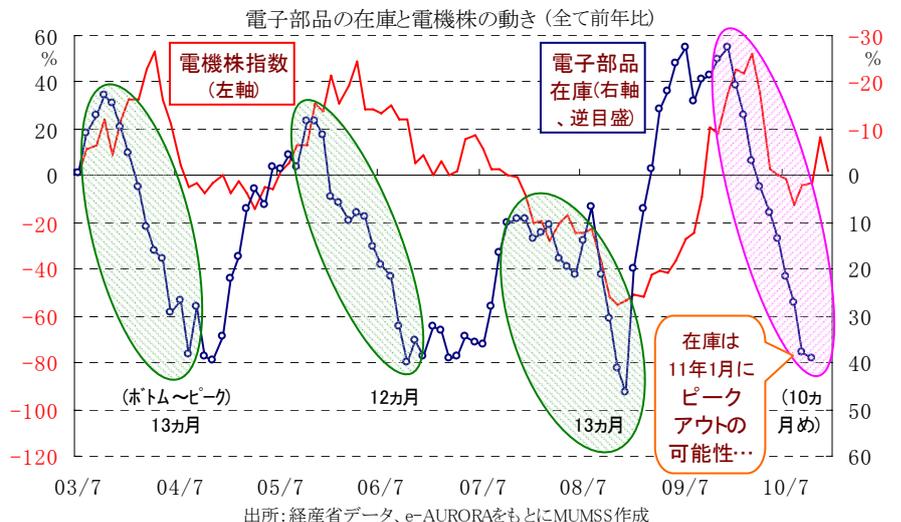
エコポイントの減額や、エコカー補助金打ち切りなど、政策効果の剥落が事前に予想されたため、早めに生産調整を行っていたことに加え、海外での自動車販売の好調が反映される形に



近づくIT関連在庫の一巡感

03年以降の電子部品の在庫の動きを分析すると、ボトムから12~13ヵ月でピークを打つ傾向が。現状は、直近ボトム(09/12)から10ヵ月めに当たり、過去例からは11年1月にも電子部品の在庫はピークアウトする可能性がある

また株価は、在庫の動きに2~3ヵ月遅れて追随する傾向。11年3~4月の堅調推移が期待される



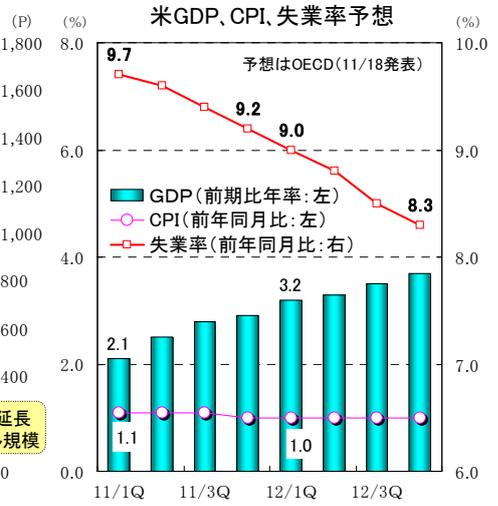
山岸 永幸  
投資ストラテジスト

マーケット分析

新興国と米国の「双発エンジン」に期待

◆超低金利・大規模流動性供給の長期化とブッシュ減税延長で米国経済は回復基調へ

<米経済回復の象徴・・・自動車>



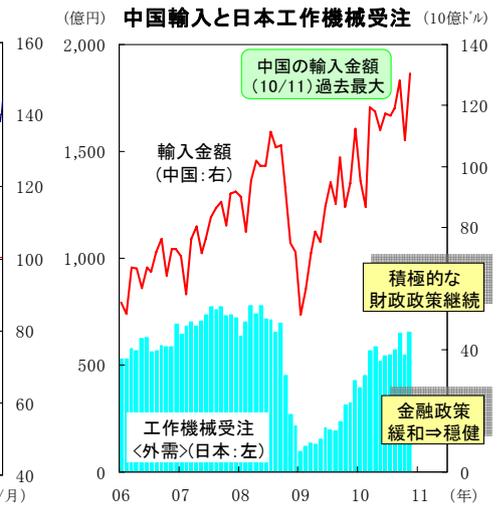
(出所)3 グラフは Bloomberg, OECD のデータをもとに MUMSS 作成

◆ハンセン指数の利上げ抵抗

前回連続利上げ局面が開始された06/4以降をみると、合計で1%程度の利上げは、好調な経済実態で吸収していった(左グラフA)

中国は、金融政策を穏健(中立)に戻すことで物価重視に転じたが、「積極的な財政」は継続するとした

これは、輸出重視から個人消費、社会基盤整備重視へのシフトとみられ、中国展開の日本企業にとっては追い風と考える



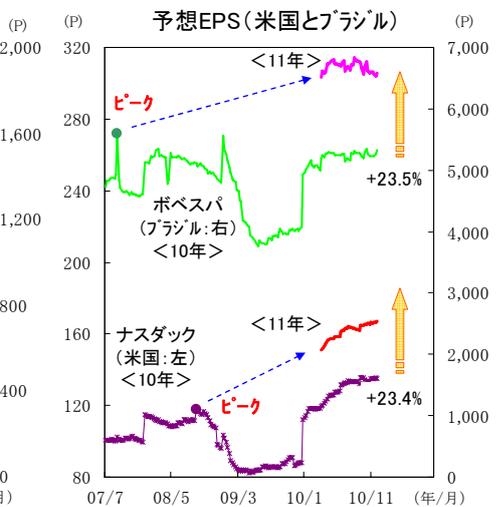
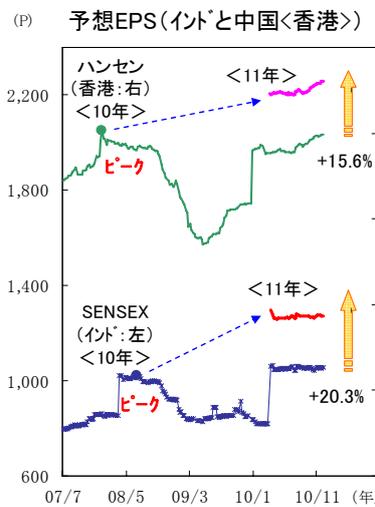
(出所)2 グラフは Bloomberg のデータをもとに MUMSS 作成

◆11年は予想EPSの過去最高を見込む新興諸国・・・米国ではナスダック総合が2年連続へ

新興国は利上げ懸念があるが、中長期的には過去最高の利益水準を反映した相場形成となろう

11年も日本企業成長の原動力は新興国需要か

米国の回復が早まるようであれば双発エンジンの期待も



(出所)2 グラフは Bloomberg のデータをもとに MUMSS 作成

三浦 誠一  
投資ストラテジスト

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

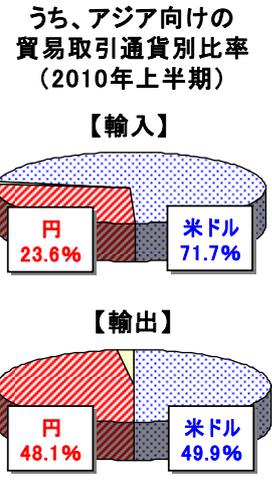
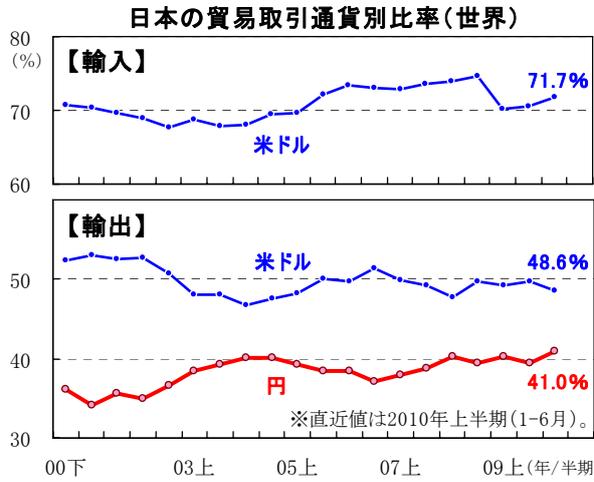
マーケット分析

「円高抵抗カ」×「アジア展開」で11年度も2桁増益へ

●円高をこなし増益を達成する「ニッポン株式会社」

・財務省によれば、日本の輸入時の取引通貨は、米ドルが圧倒的に多い(=円高局面ではプラス)。

・一方、輸出時においては、円で決済する比率が漸増。特にアジア向けでは、輸出額のほぼ半分が円建てとなっている。従来に比べ、特にアジア向けに注力する企業など、輸出企業の円高抵抗カは強まっている模様。

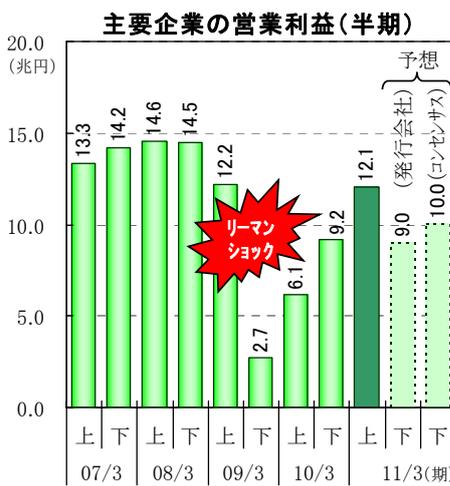


(出所)財務省関税局『貿易取引通貨別比率』をもとに MUMSS 作成

・実際に、10年度(11/3期)上期の主要企業の営業利益は、円高をこなし、前年同期比ほぼ倍増。下期は反動減を見込むものの、10年度通期では48%、11年度も12%増益が期待されている。

・QUICKコンセンサスから見ると、11年度の牽引役は、①アジア需要(建設機械、工作機械、自動車など)、②スマートフォンなど世界的なヒット商品、等の関連に注目。

\*右グラフは、時価総額500億円以上(除く金融)で、半期は07/3期、通期は03/3期に既に上場し、QUICKコンセンサス(2社以上)が取得可能な3月決算銘柄で集計。



11/3期(10年度)上半期・下半期、12/3期(11年度)通期と連続して、営業利益が改善見込み(QUICKコンセンサス)の銘柄の例

コード	銘柄	12/16 終値	営業増益率			コード	銘柄	12/16 終値	営業増益率			コード	銘柄	12/16 終値	営業増益率		
			11/3期		12/3期				11/3期		12/3期				11/3期		12/3期
			上期	下期予	通期予				上期	下期予	通期予				上期	下期予	通期予
6135	牧野フ	677	赤縮	黒転	4.2倍	6471	日精工	750	黒転	43.3	18.6	6503	三菱電	855	7.2倍	26.1	12.3
6104	東芝機	422	黒転	黒転	2.1倍	6268	ナブテスコ	1,697	3.8倍	77.3	16.1	6762	TDK	5,830	6.9倍	36.6	12.3
9204	スカイマーク(M)	1,043	2.7倍	4.3倍	46.4	8136	サンリオ	1,946	2.2倍	12.0	15.8	3405	クラレ	1,181	2.6倍	30.2	11.7
9202	ANA	299	黒転	黒転	46.1	7242	KYB	607	黒転	41.1	15.7	4324	電通	2,524	2.6倍	5.8	11.3
3092	スタートゥ(M)	33.9万	2.0倍	29.1	43.4	7248	カルソニック	328	黒転	80.4	15.3	7240	NOK	1,683	黒転	10.6	11.0
6140	旭ダイヤ	1,521	黒転	2.4倍	37.6	6981	村田製(大)	5,360	7.6倍	64.2	14.9	9984	ソフトバンク	2,907	36.8	4.6	10.7
6472	NTN	447	黒転	71.1	34.1	6479	ミネベア	527	5.8倍	26.3	14.7	8113	ユニチャーム	3,395	3.4	5.7	10.5
6473	ジェイテクト	1,008	黒転	33.1	32.9	5851	リョービ	358	黒転	60.5	14.6	7296	エフ・シー・シー	2,038	8.8倍	17.4	9.9
7012	川重	277	黒転	2.9倍	30.1	7312	タカタ	2,526	4.9倍	10.2	14.3	7966	リンテック	2,180	2.9倍	23.0	9.6
2371	カカコム	51.2万	52.4	41.7	26.7	5802	住友電	1,134	黒転	5.6	13.9	6954	ファナック	12,580	7.1倍	2.4倍	9.2
5938	住生活G	1,736	62.7	2.1倍	26.7	6594	日電産(大)	8,600	81.9	5.5	13.9	4062	化研	2,561	2.2倍	24.7	9.1
5019	出光興産	8,140	2.2倍	3.4	26.5	6302	住友重	530	98.4	27.6	13.8	7262	ダイハツ	1,159	4.7倍	25.0	8.9
3401	帝人	342	7.4倍	2.1倍	23.8	7202	いすゞ	374	黒転	18.6	13.5	5947	リンナイ	5,000	65.8	8.9	8.9
6301	コマツ	2,480	5.3倍	2.2倍	22.1	8053	住友商	1,193	91.2	80.3	13.2	6861	キーエンス	23,830	2.0倍	22.2	8.4
8058	三菱商	2,242	2.0倍	88.4	19.2	2432	DENA	2,707	4.1倍	87.8	12.9	6640	第一精工※	4,380	14.8	38.5	8.3

荒井 誠治  
投資ストラテジスト

※はJQ-S。白ヌキは11/3期または12/3期に、直近20期のピーク利益を更新見込みの銘柄。(出所)中段・下段の図表はAMSUSをもとにMUMSS作成(QUICKコンセンサスは12/15時点)

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

**業界動向**

**消費関連企業の成長ドライバーは「アジア内需」**

○アジアの消費市場の拡大余地は大きい

アジアには中国、インドといった人口大国があり、世界人口の約5割をアジア全体が占める(2008年IMFデータによる)

アジアの「経済成長=人々の購買力アップ」は大きな消費市場を創出する見通しで、牽引役となるのは拡大ペース加速が予想される中間層(世帯可処分所得5,000ドル以上35,000ドル未満)

2020年には、アジア全体の個人消費額(約16兆ドル)が欧州(約13兆ドル)を抜き米国に並ぶ規模となることが予測されている

○各社がアジア展開を加速

「経済連携協定(EPA)」の見直しによる出店規制などの緩和期待もあり、各社がアジア展開を加速する方針を打ち出している

**ヤクルト本社(2267)**:中国での拠点拡大に注力。生産設備拡充を実施し、広域での拡販を進める

**資生堂(4911)**:アジアの中間層に向けた「マステージビジネス」の本格展開を計画

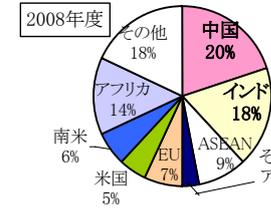
**ユニ・チャーム(8113)**:世界規模でのシェア拡大に注力する「グローバル10計画」が進行中

**ファミリーマート(8028)**海外店舗数は10/2期に国内を逆転。今後は中国などでの出店を加速

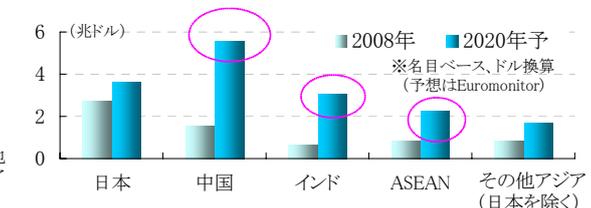
**イオン(8267)**:アジア事業拡大に注力。店舗網拡大に向けアジアへの積極投資を計画

佐々木 加奈  
投資アナリスト

◆世界の人口構成

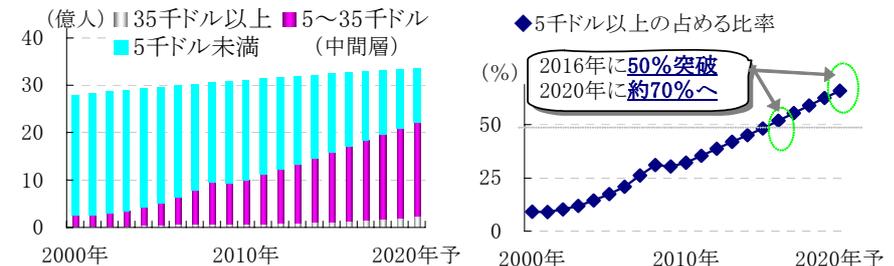


◆アジア各国・地域の個人消費額、実績と予測



(出所)IMF「World economic Outlook, April 2010」、「Euromonitor International 2010」をもとに MUMSS 作成

◆アジアにおける所得階層別人口の推移



(出所)「Euromonitor International 2010」をもとに MUMSS 作成、※世帯可処分所得の家計人口

◆消費関連企業のアジア進出例(2010年~)

年月	内容
2010年3月	資生堂が中国の薬局チャンネルに初進出
2010年12月	ヤマダ電機が瀋陽へ出店(2011年、天津に出店予定)
2011年秋(予)	セブン&アイHDが四川省成都市に大型SC(15万㎡超)出店予定
2012年(予)	高島屋が中国最大級(約4万㎡)の百貨店を上海市に出店予定

◇日本の消費関連企業(小売・食品・トイレタリーなど)のアジア進出状況

【百貨店・GMS】	【コンビニ】	【食品メーカー】	【トイレタリー関連】
・三越伊勢丹HD ・イオン ・資生堂(百貨店、GMS等にショップ展開)	・セブン&アイHD ・ローソン	・ヤクルト本社 ・味の素 ・アサヒビール	・ユニ・チャーム ・花王 ・ファンケル

(出所)会社資料をもとに MUMSS 作成

◆各社の海外戦略

<p><b>ヤクルト本社(2267)</b></p> <p>☆中国の拠点拡大中</p> <p>【中国ヤクルト販売本数推移】</p> <p>☆2011年天津工場完成予定</p> <p>中国全体で日産300万本へ</p>	<p><b>ファミリーマート(8028)</b></p> <p>☆アジアを中心に店舗網拡大を加速</p> <p>中国の出店計画</p> <p>2010年8月末 広州 436店 上海</p> <p>2016/2期末計画 4,500店</p> <p>海外の利益貢献度20%目標(10/2期実績6%)</p>	<p><b>ユニ・チャーム(8113)</b></p> <p>☆「グローバル10計画」進行中</p> <p>世界の吸収体市場の10%シェアを目指す</p> <p>重点地域はアジア</p> <p>10/3期アジア営業利益 約135億円(前期比36.0%増)</p> <p>重点分野は「ベビーケア」</p>
--	---	---

◇2011~2013年度の投資計画

**イオン(8267)**

「アジアでの事業展開加速」

マルチフォーマット戦略×出店国・エリアの拡大

2010年開業イオン天津SC

3年間で2,000億円超の投資を中国・アジアへ

数値目標(2014/2期)

売上高6兆円  
営業利益2,500億円

(出所)会社資料をもとに MUMSS 作成

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

業界動向

海外需要が拡大基調に

自動車はアジアの成長と米国回復が注目点

自動車市場は日欧では政策効果中心の改善に対して、中国、インド等新興国においては成長軌道に戻った。大型・高級自動車が売れる米国市場も戻り歩調。上期決算においてアジア、その他地域の拡大が各社の損益改善に大きな役割を果たした。中国、アジア、米国の好調を享受しているのは、[日産\(7201\)](#)、[ホンダ\(7267\)](#)、[ダイハツ\(7262\)](#)等。

デジカメも北米、アジアが牽引

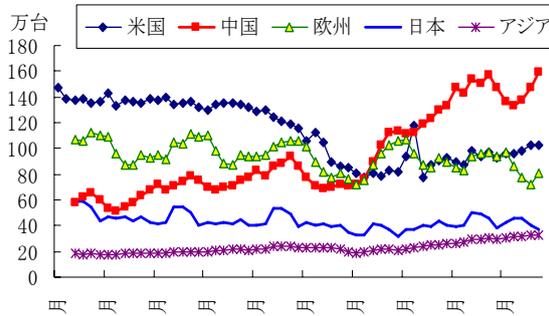
デジカメにおいても北米、アジア地域の回復が顕著。また、高級機であり、[ニコン\(7731\)](#)、[キヤノン\(7751\)](#)が強みを持つ一眼レフの比率も上昇中。一眼レフ比率の上昇には、新タイプの「ミラーレス一眼」の登場も一役買っている。光学ファインダーを省くことによって、小型・軽量化を実現する一方、レンズ交換を可能にするモデル。デジカメ大手である[ソニー\(6758\)](#)、[パナソニック\(6752\)](#)、[オリンパス\(7733\)](#)等が製品を投入している。

テレビ市場でも「LED」や「3D」モデルの拡大が刺激に

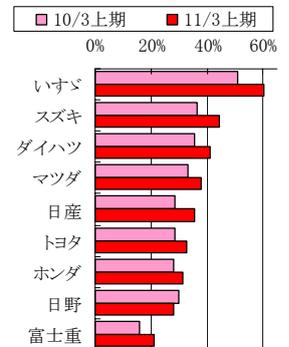
アジアやその他地域の重要性が増している。日本国内において主流になりつつある新技術が刺激となろう。[クラレ\(3405\)](#)、[ゼオン\(4205\)](#)、[浜松ホトニクス\(6965\)](#)、[豊田合成\(7282\)](#)、[有沢製\(5208\)](#)、[KIMOTO\(7908\)](#)などが技術的な関連銘柄。

武市 真  
シニア投資アナリスト

各地域の自動車販売市場(3ヵ月移動平均)

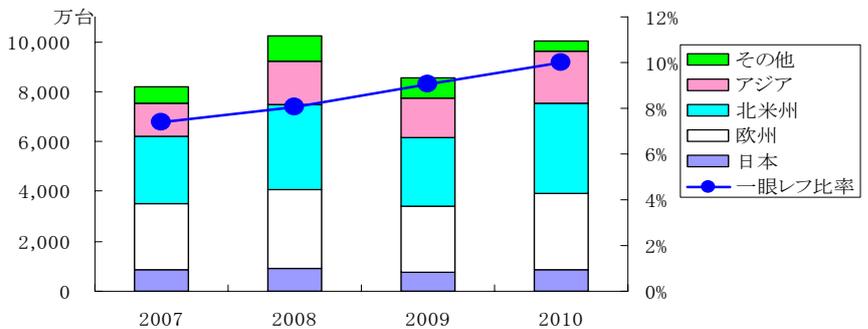


アジア、その他地域向け比率(売上高・売上台数)



注:米国は年率換算値÷12 アジアはインド、インドネシア、タイ、マレーシアの合計 出所: Bloomberg をもとに MUMSS 作成

デジタルカメラの出荷台数(左)と一眼レフ比率(右)(各年とも1~10月累計)



出所:カメラ映像機器工業会資料をもとに MUMSS 作成

デジタルカメラの分類

一眼レフ	光学ファインダーを採用。動くミラーやプリズムが必要。
ミラーレス一眼	電子ファインダーを採用。ミラーやプリズムが無いので、小型・軽量。電子ファインダーを内蔵しないタイプもあり、さらに小型。レンズ交換ができる。
コンパクト	レンズ交換はできない。

出所: MUMSS 作成

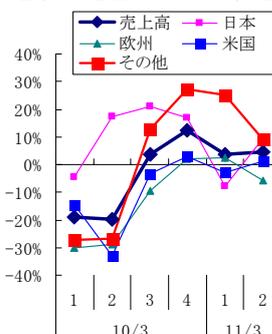
ミラーレス一眼の例



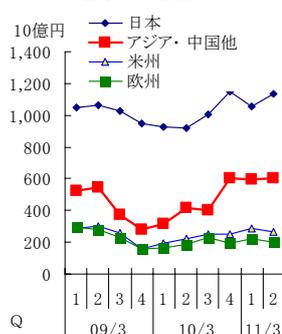
ソニー NEX-5(6月発売)

出所:ソニー提供

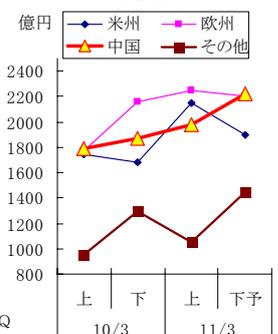
ソニー 地域別売上高前年同期比



パナソニック 地域別売上高



シャープ 海外売上高



注:シャープの下期予想は会社予想 出所:会社資料をもとに MUMSS 作成

業界動向

FA 関連銘柄: 一段の収益改善局面へ

工作機械業界の月次受注高と時価総額(6社合計)

リーマンショック直後は、受注に比し、時価総額が高い水準にあったが、受注の堅調な回復により、リーマンショック以前の水準に戻った

工作機械 6社合計の業績

11/3 期は、[ツガミ\(6101\)](#)、[東芝機械\(6104\)](#)等 6社合計の売上が前期比増収に転じ、当期損益は黒字転換の計画

[ファナック\(6954\)](#)・・・アジアの成長を享受

アジアにおけるロボドリルの需要拡大に加え、欧米の自動車向けロボット案件が想定以上に活発

ファナックの業績推移

MUMSS では、11/3 期は会社営業利益計画(1,866 億円)を上回る1,906 億円とピーク利益の更新を予想

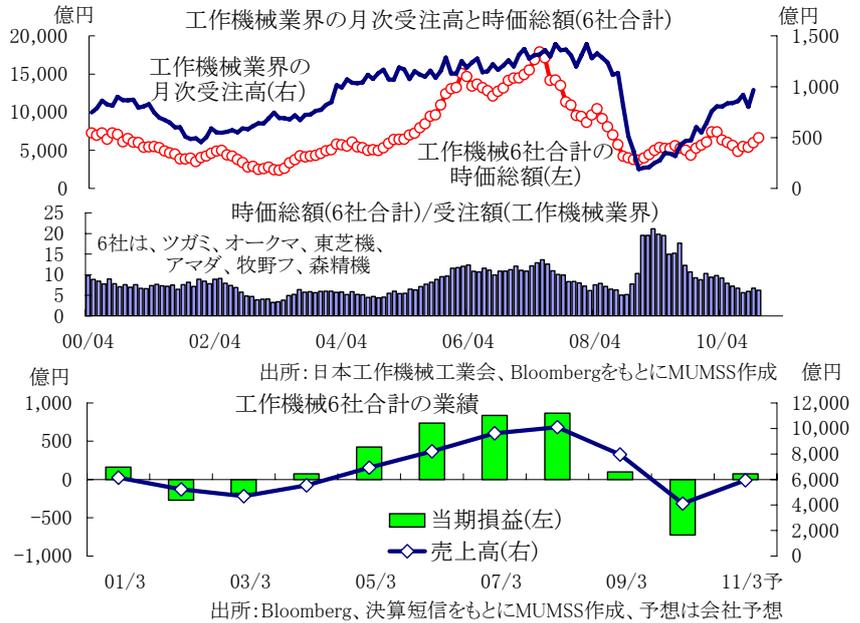
[牧野フライス製作所\(6135\)](#)・・・当期連結損益(全体)と航空機受注(単体)航空機、EMS 向け中心に成長軌道に乗る確度が高まったと MUMSS では判断

[ブラザー工業\(6448\)](#)・・・産業機器の売上高  
小型工作機械が活況

工作機械に使われる部品にも注目

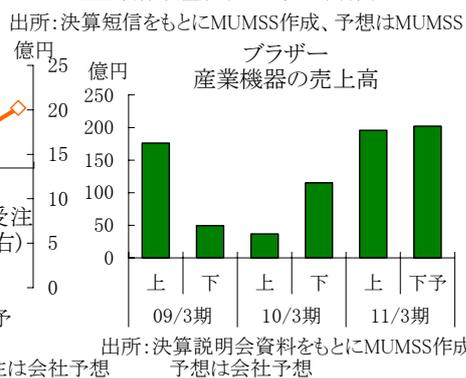
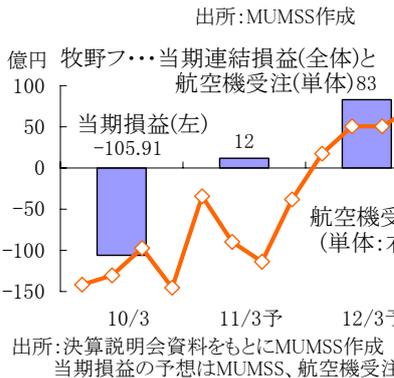
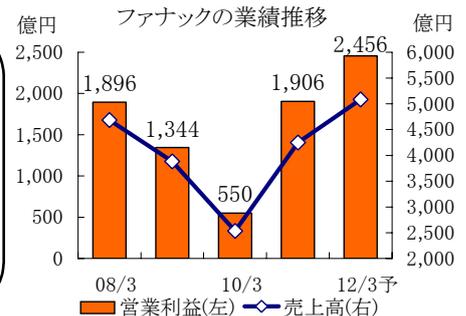
[SMC\(6273\)](#)の空気圧機器、[THK\(6481\)](#)のリニアガイド、[日本精工\(6471\)](#)のボールねじ、[安川電機\(6506\)](#)のACサーボモータ等

滝 幸彦  
シニア投資アナリスト



ファナック・・・アジアの成長を享受

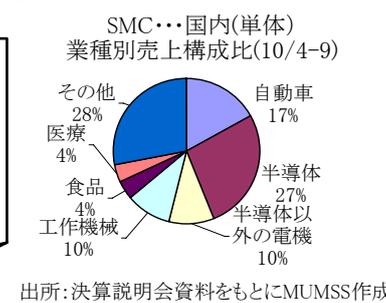
- 中国工作機械のNC化率が上昇→CNC装置(工作機械を自動制御する装置)の需要拡大
- 台湾、中国は世界のハイテク製品の生産拠点・・・EMSからの受注が拡大
- 会社は、ロボドリル(小型工作機械、スマートフォンの部材加工用等)月産1,600台(現在)→月産2,500台(11/3期末頃)に増加方針



工作機械に使われる部品にも注目

- SMC(6273)の空気圧機器、THK(6481)のリニアガイド、日本精工(6471)のボールねじ、安川電機(6506)のACサーボモータは、工作機械や半導体製造装置等に使われる
- 安川電機(6506)は、ACサーボモータの中国工場を10年6月より稼働。工作機械向けに拡販

出所: 会社資料をもとにMUMSS作成



業界動向

資源価格上昇で注目が集まる関連銘柄

●資源価格の上昇が続く

・資源価格が上昇基調。中国リスクが顕在化したレアアースは急騰。MUMSSは、2011年原油価格の100ドル/バレル台乗せも想定。

●総合商社は資源会社

・長期的な資源価格上昇を睨み総合商社は積極的な投融資を行う。

・資源部門の比率が高い**三井物産(8031)**と**伊藤忠(8001)**は鉄鉱石、**三菱商(8058)**は石炭に強み。

●資源開発と未利用資源の活用

【資源開発】〈鉱山・建設機械〉**コマツ(6301)**、**日立建(6305)**、**神戸鋼(5406)** 〈油圧機器〉**川重(7012)**、**KYB(7242)**、**ナブテスコ(6268)** など

【未利用資源活用】**神戸鋼(5406)** 高炉法で使えない低品位鉄を使う次世代製鉄法「ITmk3(アイティーマークスリー)」、低品位な石炭を改質する褐炭改質(UBC)技術を展開。

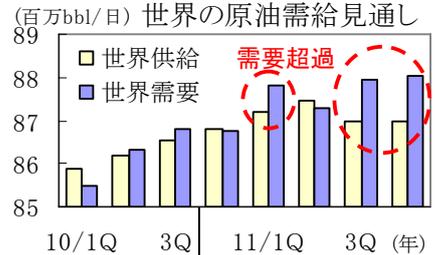
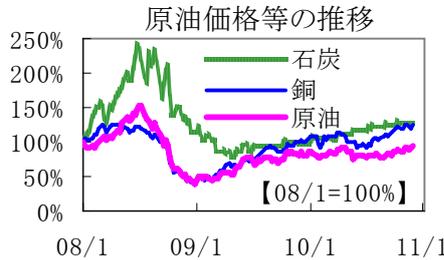
●脱レアアースと脱中国

・モータ用磁石の原料となるレアアースの調達懸念が台頭。レアアースの世界生産で97%を占める中国の規制が続く。

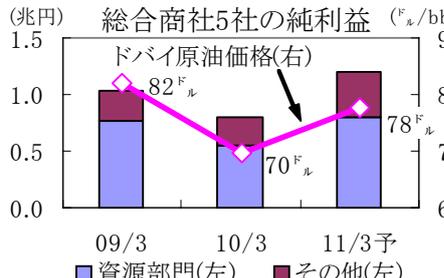
【脱レアアース】**愛知鋼(5482)**はジスプロシウム不使用の磁石、**大特鋼(5471)**はジスプロシウムの使用量を抑えた高性能磁石を開発。

【脱中国】**双日(2768)**、**住友商(8053)**、**豊通商(8015)**などは米・豪・ベトナム等でレアアースを開発。

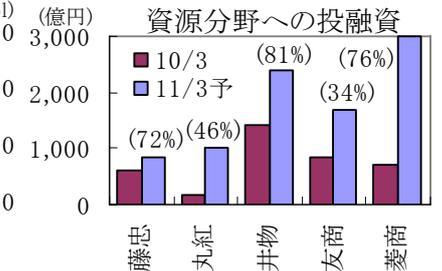
松本 寿  
投資アナリスト



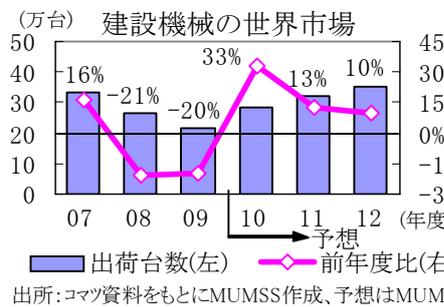
注: 原油はドバイ、石炭は米東部スポット、銅はLME 出所: BloombergをもとにMUMSS作成



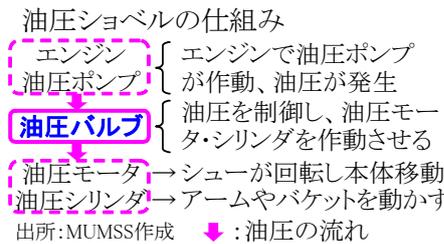
注: 11/3期予のドバイ原油価格は4-11月の週末平均 出所: 各社公表資料、BloombergをもとにMUMSS作成、予想は発行会社



注: 三菱商11/3予は2~3千億円、( )は11/3予純利益の資源部門比率、出所: 各社公表資料をもとにMUMSS作成、予想は発行会社



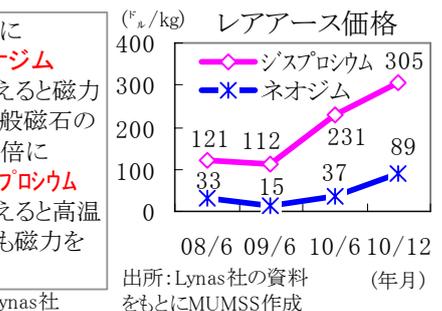
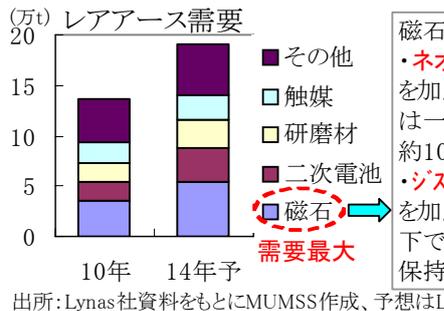
出所: コマツ資料をもとにMUMSS作成、予想はMUMSS



高炉法と神戸鋼の次世代製鉄法

製鉄法	高炉法(主流)	ITmk3(神戸鋼)
反応時間	8時間	10分
鉄鉱石	高品位	低品位
還元剤	原料炭(高品位)	一般炭(低品位)
焼結炉	○	×
コークス炉	○	×
特色	大規模生産 大規模設備	低コスト・省エネ CO <sub>2</sub> 20%減※

※日本の最新大型高炉と比較 注: 焼結炉は粉鉄石に石灰石等を混ぜて焼き固める設備、コークス炉は原料炭からコークスを作る設備  
出所: 神戸製鋼所の資料をもとにMUMSS作成、画像は神戸製鋼所  
製造されたアイアンナゲット  
電炉等へ



業界動向

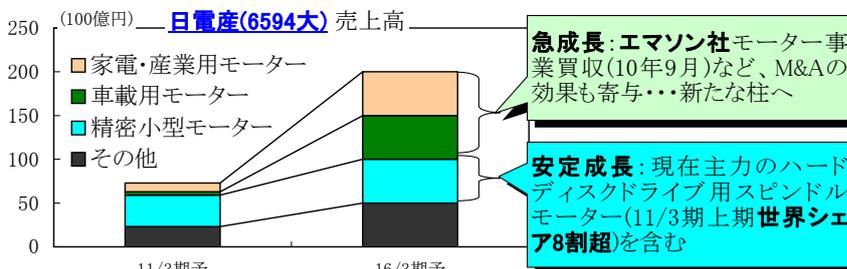
低炭素社会で活躍①: モーター/バッテリー

●モーター

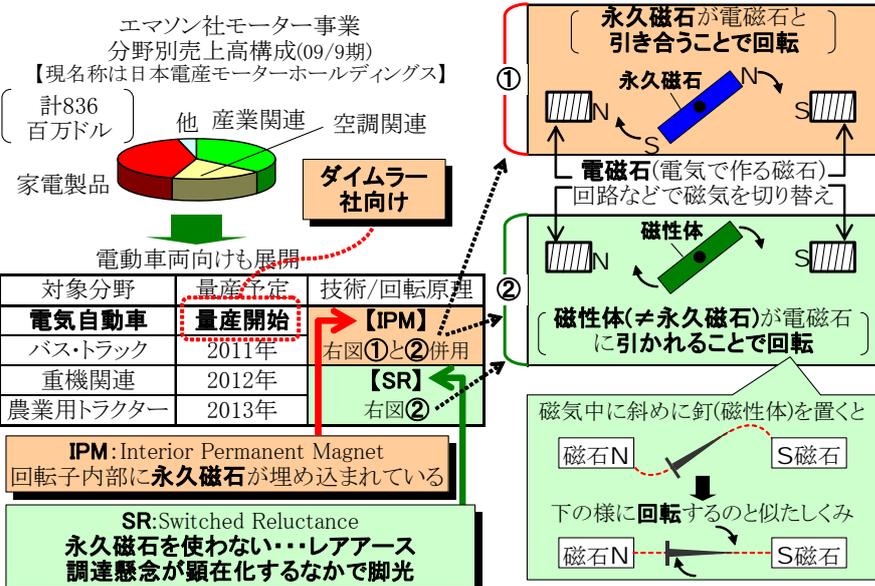
電気自動車ではエンジンがモーターで置き換えられているように、低炭素社会ではモーターの重要性が増そう。中でも省エネ型の「ブラシレス DC モーター」に強みをもつのが **日電産(6594 大)**。現在は精密小型モーターの構成が高いが、今後は家電・産業用や車載用モーターなど新たな収益柱を大きく伸ばし、バランスのよい事業ポートフォリオ構築を目指す

・上記成長のエンジンの一つは効果的な M&A。11/3 期の途中に買収したエマソン社モーター事業の今後の活躍に期待。ダイムラー社の電気自動車向け駆動モーターの量産を既に始めているほか、中期的には「SR モーター」への注目が高まるかもしれない

↑  
SR モーターは回転子に永久磁石を使わない(従って、一部永久磁石の原料となるレアアースも使わない)。エマソン社モーター事業では SR モーターの高度な技術を保有



出所: 会社資料をもとにMUMSS作成(予想は会社予想(11/3期は概数値)、シェアは会社資料)



出所: 左図表は会社資料をもとにMUMSS作成、右図はMUMSS作成(原理を単純化した模式図)

●バッテリー

・バッテリーはエコカーやスマートグリッドなどで重要な役割を果たす。特にリチウムイオン電池(LiB)の需要増が期待される。**日産自(7201)**や**GSユアサ(6674)**は電気自動車向けLiBの増産を急ぐ

・**日立(6501)**はLiB材料で強い**日立化(4217)**や各分野用LiBを総合展開。グループ総力をあげて電池事業の拡大を目指す

・LiB材料の分野では化学企業が活躍。総合化学最大手の**三菱ケミHD(4188)**は主要4材料を全てラインアップ。増産に動いている

松丸 修  
投資アナリスト

バッテリーの主な種類と特徴

	電圧	エネルギー密度(重量)
鉛蓄電池	2V	1とする
ニッケル水素電池	1.2V	約1.5
リチウムイオン電池(LiB)	3.7V	約3

高性能・コンパクト...新規需要に期待  
(電気自動車(EV)やハイブリッド車(HEV)用)  
建機や鉄道、情報通信などの産業用  
スマートグリッドにおける蓄電用、など

(万台分) EV用LiB生産能力計画 (万台分)



※GSユアサは10年秋からHEV用LiBの工場も稼働  
出所: 会社資料をもとにMUMSS作成

**日立(6501)**はグループ総力をあげて電池事業を強化(**青字太字ゴシック**は子会社)

LiB	【民生用】 <b>日立マクセル</b>   【エコカー用】 <b>日立ピークルエナジー</b>
	【産業用】 <b>新神戸(6934)</b> ...鉛蓄電池やキャパシタなども展開
LiB材料	【負極材】 <b>日立化(4217)</b> ...世界的な大手
その他	【インバーターやモーターなど関連製品群】グループで総合展開

出所: 会社資料をもとにMUMSS作成

LiBの主要材料を手がける企業の例(【 】内:電解液の材料(電解質)を手がける企業)

セパレーター	<b>旭化成(3407)</b> 、 <b>宇部興(4208)</b> 、 <b>三菱ケミHD(4188)</b>
電解液	<b>三菱ケミHD</b> 、 <b>宇部興</b> 、 <b>セ硝子(4044)</b> 、 <b>ステフケミファ(4109)</b> 、 <b>関電化(4047)</b>
正極材	<b>戸田工(4100)</b> 、 <b>田中化研(4080JQ-S)</b> 、 <b>日電工(5563)</b> 、 <b>三菱ケミHD</b>
負極材	<b>日立化</b> 、 <b>クレハ(4023)</b> 、 <b>三菱ケミHD</b>

出所: MUMSS作成

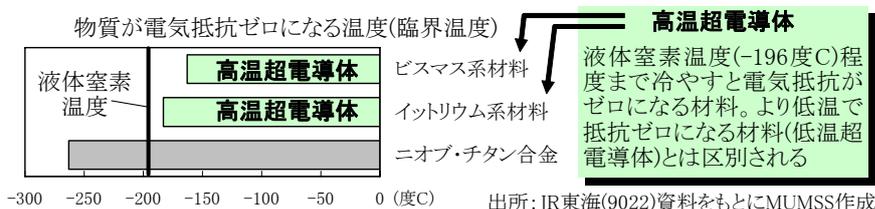
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

業界動向

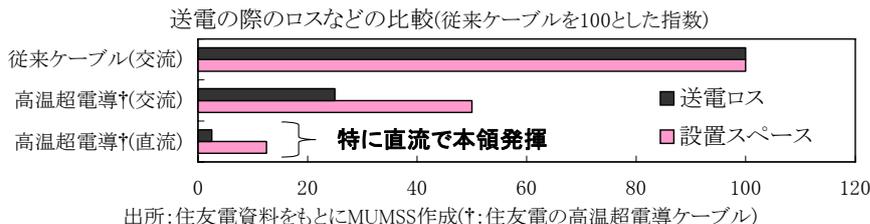
低炭素社会で活躍②: 高温超電導/インバーター

●高温超電導

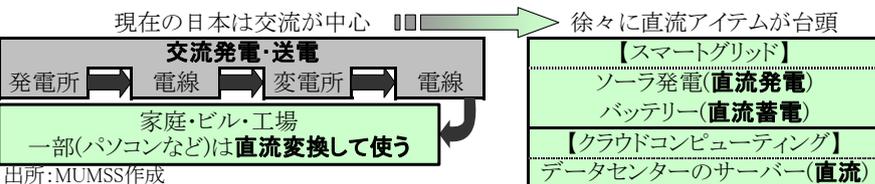
・高温超電導は電力を無駄なく伝える究極技術。送電ケーブル、強力な電磁石(及びモーター)のコイルなどへの展開が期待される



・高温超電導も、交流で送電する際には損失が生じる(交流損失)。一方直流で送電すれば「抵抗ゼロ」となり、本領が発揮される



・現在、発電・送電は主に交流だが、ソーラ発電、バッテリー、サーバーなど「直流アイテム」が台頭。今後、データセンターや工場などで直流と組み合わせた高温超電導送配電が始まる可能性が



↑

直流⇄交流の変換の際の損失がなくなるほか、超電導で「抵抗ゼロ」に

・住友電(5802)や古河電(5801)など高温超電導体を手がける企業が注目されるかもしれない

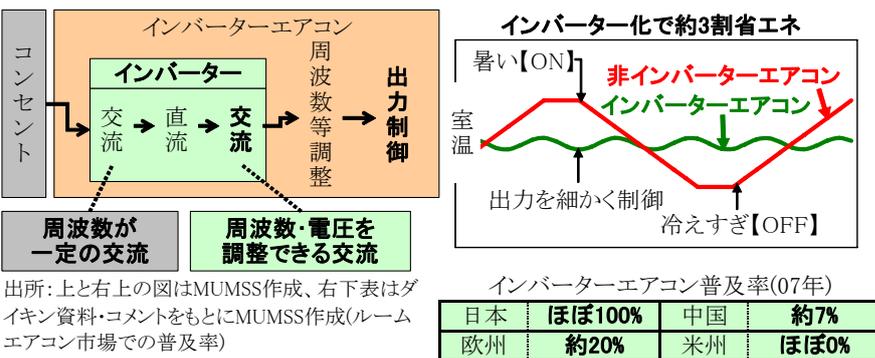
高温超電導体とそれを手がける企業の例

<b>ビスマス系材料</b> ・・・臨界温度が高め、(住友電の)量産技術も進み低コスト
<b>住友電(5802)</b> 交流送電: 米国で系統接続実績、日本でも東電(9501)の系統接続試験中 直流送電: 中部大の実験や中国でのケーブル敷設計画などで採用
<b>イットリウム系材料</b> ・・・大量の電流が流せる、交流送電の際の損失が少ない
<b>古河電(5801)、フジクラ(5803)、昭電線HD(5805)、米アリカンスーパーコンダクター(AMSC)</b>

出所: 会社資料をもとにMUMSS作成

●インバーター

・インバーターは電力の周波数等を調整しモーター回転数を細かく制御したりする。これを使ったインバーターエアコンは日本では普通だが、海外では普及はこれから



・インバーターエアコンで強みをもつダイキン(6367)や、インバーターが得意な安川電(6506)などにとり、今後業容拡大余地がありそう

・三菱電(6503)。インバーター(及びエアコン)を手がける。また、インバーターの重要デバイスであるパワー半導体の次世代品(SiC)で世界的に先行している

インバーターの重要デバイスはパワー半導体・・・次世代品の開発進む

従来品(シリコン)と次世代品(GaN/SiC)の比較

	シリコン	GaN	SiC	利点
電圧に耐える性質	1とする	約9	約9	デバイスを薄くできる(電力損失低下)
熱伝導率	1とする	約1.5	約4	冷却部品を簡略化できる(小型化可能)

出所: 経済産業省資料をもとにMUMSS作成(GaN: 窒化ガリウム、SiC: 炭化ケイ素)

松丸 修  
投資アナリスト

インバーターエアコンやパワー半導体などを手がける企業の例

<b>ダイキン(6367)、富士通ゼネ(6755)</b> : インバーターエアコン
<b>富士電HD(6504)</b> : SiCを開発、GaNは古河電と共同開発 <b>安川電(6506)</b> : インバーター
<b>三菱電(6503)</b> : インバーター(及びエアコン)、SiCでも世界的に先行

出所: MUMSS作成

業界動向

スマートフォンが本格的普及期に

拡大するスマートフォン&タブレットPC市場

スマートフォン市場が拡大し、携帯電話に占める構成比も上昇。タブレット PC も含め、スマートフォン市場の順調な拡大を MUMSS では予想している

ソニー・エリクソン(ソニー(6758)の持分適用会社)の10/7-9月期の営業損益はスマートフォンの寄与で3四半期連続黒字

スマートフォンで先行したソフトバンク(9984)のデータ ARPU が上昇。KDDI(9433)、NTT ドコモ(9437)もスマートフォンに注力

スマートフォンの本格的普及期を迎え、日本の電子部品メーカーが強みをもつハイエンド電子部品の市場拡大期が到来

村田製作所(6981 大)

スマートフォンには、より多くのMLCC(積層セラミックコンデンサ)が使われる。より小型サイズのMLCCも積極採用の動き

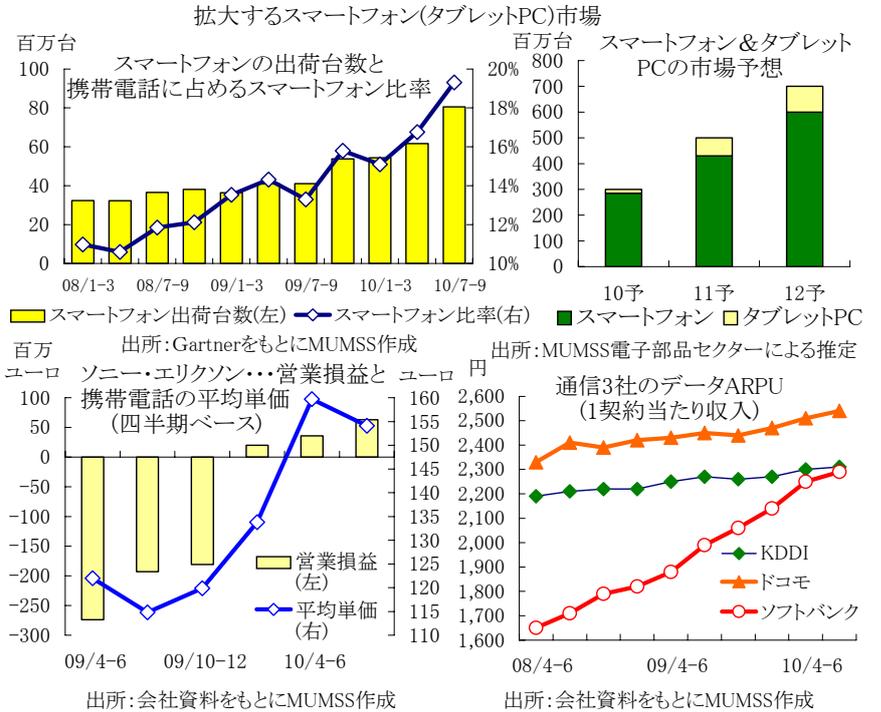
イビデン(4062)

スマートフォンには高性能のPCB(プリント配線板)が求められる。同社は技術面での優位性を活かし、生産能力を一気に拡大。12/3期、首位を狙う

電子部品・部材関連企業

京セラ(6971)、ローム(6963 大)、TDK(6762)、ヒロセ電機(6806)、第一精工(6640JQ-S)等

滝 幸彦  
シニア投資アナリスト



2000年以降の携帯電話は、折り畳み式携帯電話が中心、市場の成長は新興国中心  
小型電子部品や高密度実装技術へのニーズが高まらなかった

2010年、iPhone、iPadの発売をきっかけに、スマートフォン、タブレットPC市場が拡大  
薄型軽量化のニーズと同時に高速データ処理が要求される



携帯電話	2G携帯	スマートフォン
100~200個	ネットブック	400~500個
300~400個	タブレットPC	500~600個

出所: 会社資料をもとにMUMSS作成

イビデン...加速するスマートフォン戦略

スマートフォン用プリント配線板生産拠点を拡充...国内、北京に続き第3拠点マレーシア工場を前倒して稼働(11年4月予定、第一期総投資額350億円)	スマートフォン向けPCBの市場シェア(金額ベース)	
スマートフォン向けプリント配線板の市場シェアで12/3期に首位を狙う	PCBメーカー	
	Unimicron(台湾)	20%
	AT&S(オーストリア)	20%
	イビデン	17%

出所: 決算説明会資料をもとにMUMSS作成

出所: イビデンへの取材内容をもとにMUMSS推定 (注) 2010年7-9月ベース

電子部品・部材関連企業

MLCC(積層セラミックコンデンサ)...	太陽電(6976)、村田製(6981大)
チップ抵抗器...	KOA(6999)、ローム(6963大)、NANDフラッシュメモリ...
タッチパネル...	アルプス(6770)、RFモジュール...
中小型液晶パネル...	シャープ(6753)、TDK(6762)、村田製
コネクタ...	ヒロセ電(6806)、第一精工(6640JQ-S)、DRAM...
セラミックパッケージ...	京セラ(6971)

(出所: MUMSS作成)

業界動向

国内景気の改善にも注目

合理化努力が実るタイミングに

停滞、低迷が続く国内需要のいくつか、下げ止まりムードが出てきている。企業は、価格下落と数量減に対応すべく合理化を積み重ねてきたが、国内需要の下げ止まりでその努力が実る時期を迎えつつある。

**【住宅】**・住宅関連減税やフラット35S など金利優遇策をうけて、持家、分譲住宅(マンション、建売)が回復。:[大和ハウス\(1925\)](#)、[積水ハウス\(1928\)](#)、[野村不HD\(3231\)](#)、[東急不\(8815\)](#)、[一建設\(3268JQ-S\)](#)、[リンナイ\(5947\)](#)

**【オフィス・REIT】**・空室率上昇も天井感が出てきた。優良物件は高稼働で賃料下落も落ち着く。:[三井不\(8801\)](#)、[三菱地所\(8802\)](#)、[日本ビル F\(8951\)](#)、[JRE\(8952\)](#)

**【百貨店】**・月次売上高は水面下ながら改善中。主力店舗で健闘。:[J フロント\(3086\)](#)、[高島屋\(8233\)](#)

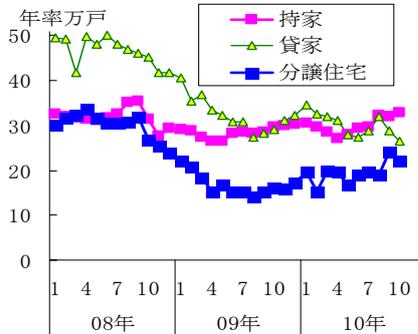
**【石油】**・営業努力もあり精製マージン改善。原油価格高め推移も後押し。:[コスモ石\(5007\)](#)、[出光興産\(5019\)](#)、[JX\(5020\)](#)

**【広告】**・スポット広告に続いて、番組広告も水面上に。:[電通\(4324\)](#)、[フジ HD\(4676\)](#)、[日テレ\(9404\)](#)、[テレビ朝日\(9409\)](#)

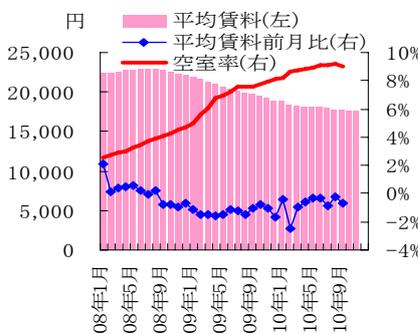
**【生損保】**・金利上昇、株価回復で運用環境改善。資産価値も上昇が期待できる。:[第一生命\(8750\)](#)、[T&DHD\(8795\)](#)、[東京海上\(8766\)](#)、[MS&AD\(8725\)](#)、[NKSJ HD\(8630\)](#)、[SONY FH\(8729\)](#)

武市 真 船山 省治  
シニア投資アナリスト

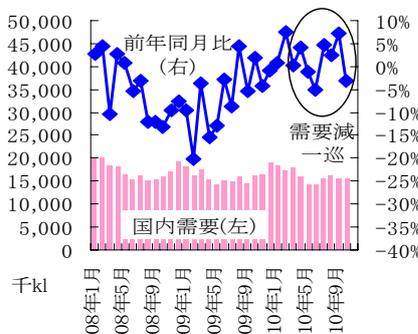
新設住宅着工



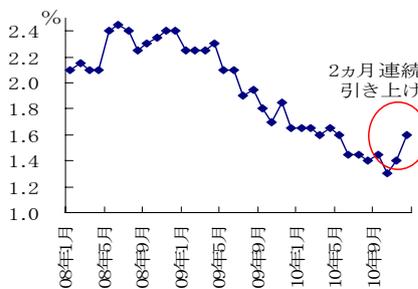
出所:国土交通省資料をもとにMUMSS作成  
東京オフィス空室率、平均賃料



出所:三鬼商事資料をもとにMUMSS作成  
石油製品国内需要

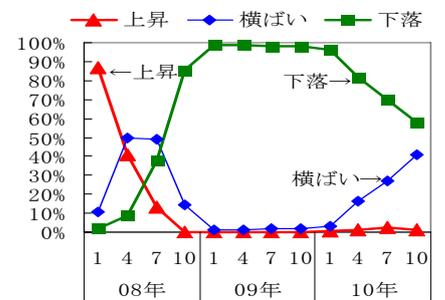


出所:AMSUSをもとにMUMSS作成  
長期プライムレート

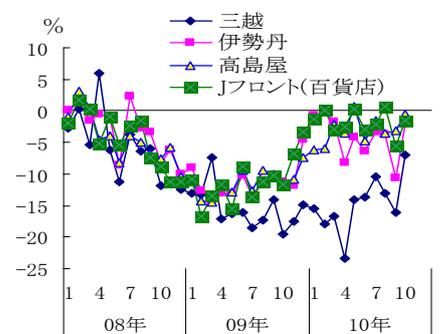


出所:QUICK データをもとにMUMSS作成

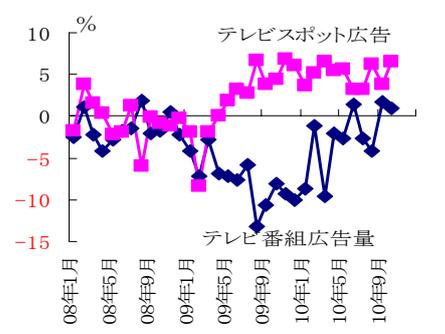
地価変動の状況(全地区、3ヵ月前比較での上昇、横ばい、下落地点数の構成比)



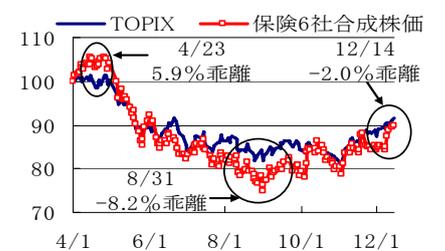
出所:国土交通省資料をもとにMUMSS作成  
大手百貨店の月次売上高(前年同月比)



出所:各社資料をもとにMUMSS作成  
電通のテレビ広告量(前年同月比)



出所:会社資料をもとにMUMSS作成  
TOPIXと生損保株価



注:4/1=100、保険6社合成株価は左記6社の株価に売買単位株数を乗じた平均株価。

出所:AMSUSのデータをもとにMUMSS作成

※三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社の役員(会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう。)が、以下の会社の役員を兼任しております。:東京海上ホールディングス

業界動向

ネットビジネスの潮流

●ネット広告は成熟期を迎え大手の存在感が増してきた

急成長を遂げたネット広告市場も、リーマンショック後の景気後退では成長が鈍化。四半期ベースでは前年同期比マイナス成長となり、市場拡大とともに、景気の影響をより強く受けるマーケットに変化している

ネット広告出稿は、すでにプラス成長に転じ、メディア大手のヤフー(4689)、ネット広告代理大手のサイバーエージェント(4751東M)、セプテーニ(4293JQ-S)は広告関連売上が回復。また、広告代理店大手である電通(4324)のネット関連のウェイトが高まっていることに注目したい

●順調に拡大するEコマースは、アジアへの展開が鍵を握る

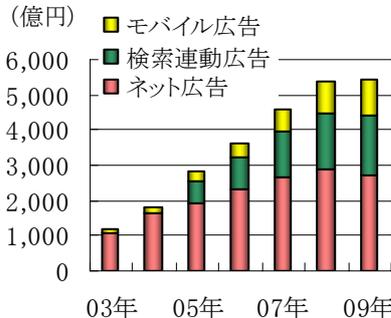
2010年、Eコマース大手の楽天(4755JQ-S)とヤフーは、相次いで中国ネット大手との提携を発表。いずれも、中国の消費市場を意識した戦略であり、2011年は提携の真価が問われることになる

●期待される新興有力銘柄

ファッションサイトを運営しEコマース市場で独自のポジションを構築するスタートトゥデイ(3092東M)、電子書籍やソーシャルゲーム市場拡大の恩恵を受ける関連サービス企業などに注目している

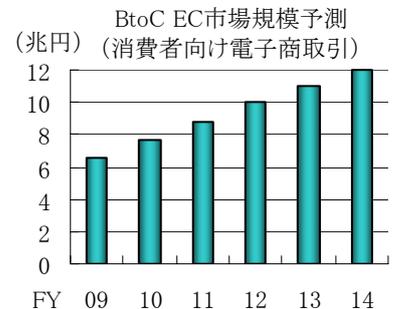
船山 省治  
シニア投資アナリスト

ネット広告は成熟期を迎えつつある



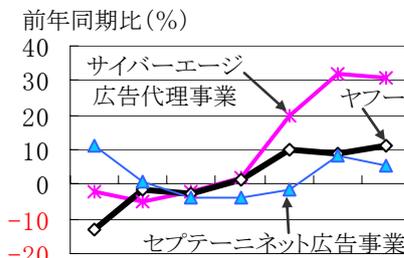
出所: 電通の資料をもとに MUMSS 作成

Eコマースは順調に拡大



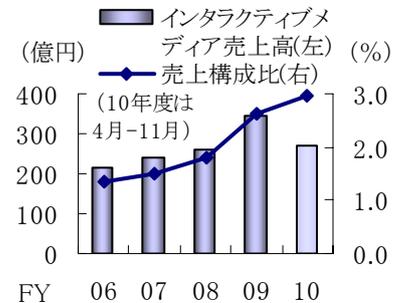
出所: NRIの資料をもとに MUMSS 作成

ネット広告大手は回復基調に



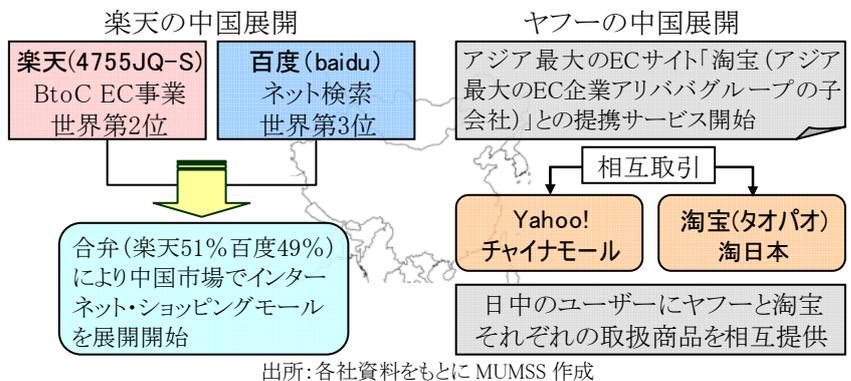
出所: 各社資料をもとに MUMSS 作成

電通はネット関連の売上が拡大



注: 電通単体のネット・モバイル関連売上高  
出所: 会社資料をもとに MUMSS 作成

注: ヤフーは MUMSS 推定の広告売上高  
出所: 各社資料をもとに MUMSS 作成



出所: 各社資料をもとに MUMSS 作成

スタートトゥデイの商品取扱高



出所: 会社資料をもとに MUMSS 作成

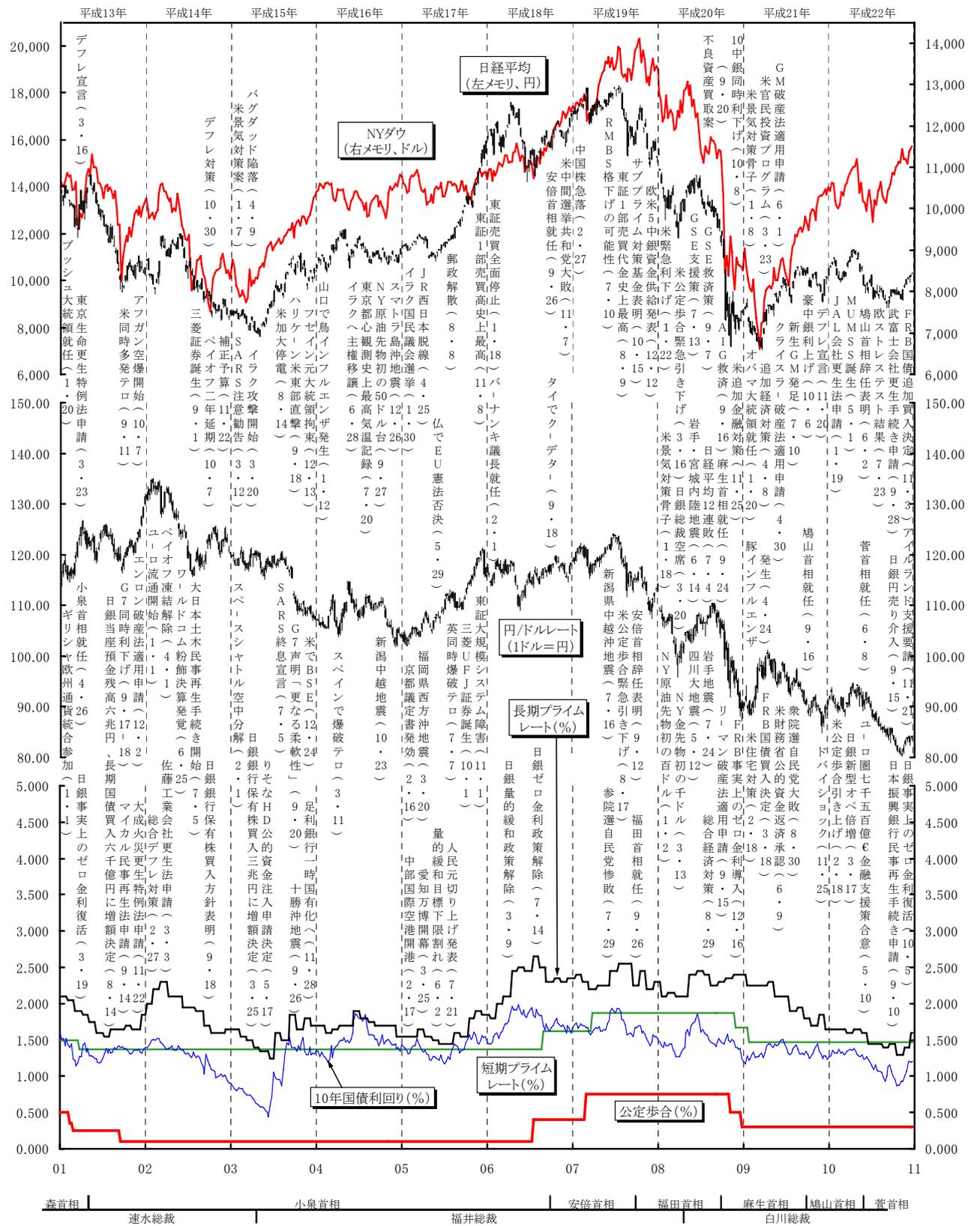
期待されるネット系新興銘柄

銘柄・コード	事業内容
インフォコム(4348JQ-S)	情報サービス中堅、電子書籍などコンテンツ事業に注力
ガンホー(3765JQ-S)	オンラインゲーム大手、スマートフォン対応で収益機会増
ビットアイル(3811JQ-S)	データセンター専門、ソーシャルゲーム市場拡大で恩恵
Dハーツ(3620東M)	ゲーム等のデバッグサービス(不具合等の検出)を展開
デジアーツ(2326JQ-S)	ネットの有害情報等を遮断するフィルタリングソフトを提供

出所: MUMSS 作成

参考

株価・為替・金利の推移



(出所) 日本銀行、BloombergなどのデータをもとにMUMSS作成

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

**【重要な注意事項】**

**(本資料使用上の留意点について)**

- 本資料は当社が信頼できると考える情報ベンダーから取得したデータをもとに作成されておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する可能性があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様御自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

**(利益相反情報について)**

- 当社および関係会社の役員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があります。今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。
- 当社の役員(会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう。)が、以下の会社の役員を兼任しております。:安藤建設、ディップ、カゴメ、寺岡製作所、三菱UFJフィナンシャル・グループ、東京海上ホールディングス、三菱倉庫

**(外国株に関する注意事項について)**

- 外国株式に関する資料は、Form 10-K 等当該外国法に基づく「有価証券報告書」と同等の公的書類、年次報告書(Annual Report)、四半期報告書、アーニングリース等の会社発表による公開情報をもとに作成しております。当社によるレーティング、投資判断、業績予想等は含みません。また、データの取得・入力時期の違い等により、本資料と外国証券情報の数値等が異なる場合があります。
- 本資料で取り上げられている外国証券は、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示は行われておりません(金融商品取引法上の情報開示銘柄を除く)。当該外国証券の開示情報は、主要取引所の所在する国の開示基準に基づいています。

**(リスク情報について)**

- 日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動等により、投資元本を割り込むリスクがあります。**

**(手数料について)**

- 国内株式の売買取引には、約定代金に対し最大1.365%(税込み)の売買手数料をいただきます(ただし約定代金が193,000円以下の場合には最大2,625円(税込み))。株式は、株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式の売買取引には、現地委託手数料と国内取次手数料の両方がかかります。現地委託手数料等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。詳細はお取引のある部店までお問合せください。国内取次手数料は、約定代金に対して最大0.84%(税込み)の手数料が必要となります。外国株式は、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。
- 非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。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。外国債券は、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。

**(著作権について)**

- 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright 2010 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co.,Ltd. All rights reserved.

〒100-0005 東京都千代田区丸の内二丁目5番2号 三菱ビルディング

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 投資情報部

**(商号等)** 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2336号

**(加入協会)** 日本証券業協会、(社)日本証券投資顧問業協会、(社)金融先物取引業協会

# 三菱UFJモルガン・スタンレー証券

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

投資情報部

東京都千代田区丸の内 2-5-2

三菱ビルディング