
主眼着眼

2018年2月号

目次

視点 1	2018年相場の始まり	2
視点 2	金融正常化がもたらすもの	3
視点 3	日本人の投資スタイル	4
データ分析	為替（ドル/円）相場	6
産業分析	バイオテクノロジー	7
主なバイオテクノロジー関連銘柄		10

光証券株式会社商品部投資情報課 編集・作成

金融商品取引業者：近畿財務局長（金商）第30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

指定紛争解決機関：特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター

視点 1**2018年相場の始まり****「脱デフレ」に向けて**

2018年相場が始まり、日経平均株価は大発会から741円高と幸先の良いスタートとなり、1月23日には約26年2か月ぶりに終値で24000円台を回復しました。昨年後半の相場の流れを引き継いだ形となりましたが、本年の相場にとって「脱デフレ」が重要なテーマになると思います。

その意味では2～3月の春闘での賃上げ交渉の行方が注目されます。経団連は春季労使交渉の指針を発表し、賃上げ率「3%」という異例の数値目標を盛り込んでおり、安倍首相の要請に応じた形をとっています。

個別企業ごとに様々な事情があり、企業が一律に3%の賃上げを実施するという訳にはいかないでしょうが、具体的な数値を提示してきたことは前向きに評価したいと思います。昨年末に、連合は定期昇給とベアで合わせて4%の賃上げを要求しており、労使間での攻防が予想されます。

経団連の榊原会長は「名実ともにデフレから脱却したと宣言できる年にしたい」と発言していますが、ようやくつかみ掛けた「脱デフレ」のチャンスを実確なものにできるかが、日本経済の将来を左右することになると言っても良いのではないかと思います。

川上から川下へ

日銀推計によると2017年7～9月の需給ギャップは9年半ぶりの大きな需要超過となっており、物価には押し上げの圧力がかかっていますが、足元の消費者物価の上昇率は1%を下回っています。

2017年の企業物価動向を見ると、国内の企業物価指数は前年比2.4%上昇となっています。最も川上にあたる素材原料が高い伸びを記録しているのに対し、原材料などを加工してできあがった最終財の伸びは小幅にとどまっています。家計の節約志向が強く、企業が素材原料の上昇分を最終財に価格転嫁できていないことが理由として考えられます。

大企業の賃上げ率は4年連続で2%を超えていますが、主要7カ国(G7)で日本だけが2000年の賃金水準を下回っているというデータもあります。賃金の上昇が十分でないことが、日本が「脱デフレ」にあと一步届いていない要因となっているように感じます。

賃上げによって可処分所得が増えることで個人の消費が活性化すれば、企業の最終財への価格転嫁が進みやすくなり、資金の好循環を生み、「脱デフレ」が確かなものになってくるのではないのでしょうか。

視点 2

金融正常化がもたらすもの

長期金利の上昇

世界の長期金利に上昇圧力がかけられ始めているようです。日米欧の主要長期金利は上昇してきており、この影響が為替相場に出てきていると思われます。

米国の金利上昇は素直に考えればドル高要因と言えます。これまでも米国の長期金利とドル/円相場は、相関関係が高い傾向にありましたが、昨年末あたりからこの相関関係が低下してきています。(下図参照)

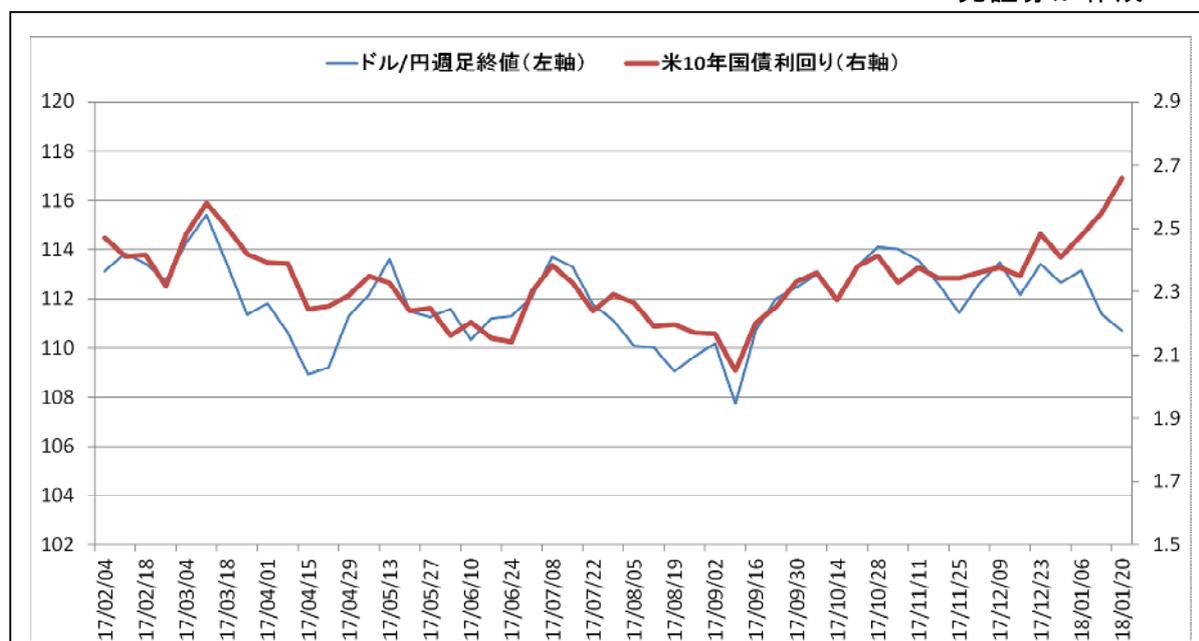
理由としては、米国以外の国や地域で金融正常化の機運が高まり、金利に上昇圧力がかかっていることが考えられます。欧州中央銀行 (ECB) や

カナダ中銀、英中銀等の金融正常化観測が相次いできました。先にスタートを切った米国の方が金融正常化の道筋が短く、金融正常化に動き始めた、あるいは動き始めそうな国や地域の方が金利の上昇余地が大きくなり、かえってドルが売られる要因になっているものと思われます。

日銀は金融政策の維持を続ける見通しですが、先日の日銀の超長期国債購入減額報道や、中国が米国債の買いを減らすとの報道を受けて円高ドル安になったことなどは、市場が米国以外の金融政策や金利動向に敏感になっていることの表れだと思えます。

(図) 米国 10 年債利回りとドル/円相場 (1/19 現在)

Quick データより
光証券が作成



視点 3**日本人の投資スタイル****高い預貯金比率**

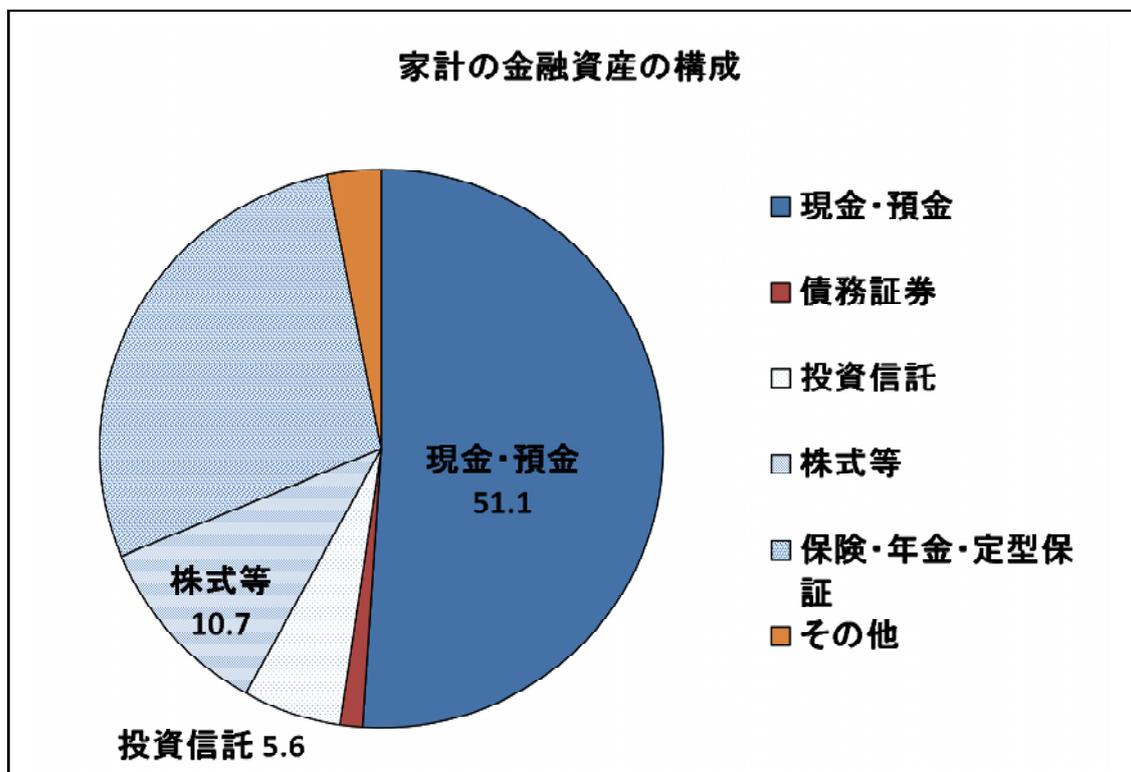
日銀の統計によると、2017年9月末時点（速報ベース）の日本の家計の金融資産は約1845兆円で、全金融資産に占める割合（概算）を見ると、現預金が51.1%、株式等が10.7%、投資信託が5.6%となっています。

リスク資産の株式等と投資信託を合わせて16.3%となり、2016年9月末の13.6%に比べると増加しているものの、その間の株価の上昇による影響を考えれば微増にとどまっているのではないのでしょうか。

相変わらず高い現預金の比率が日本人の投資に対するスタンスを端的に表していると言えます。

日本人はリスク資産に対して臆病すぎるのではないかと思います。デフレの間は現預金の比率が高い方が良いと言えますが、時代は変化します。実際、一昨年9月末からの1年間で日経平均株価は約23.7%上昇しています。株式や投資信託等の比率が低い日本人は、この間の株価の恩恵を十分には享受することができていないと言えるのではないのでしょうか。

(図) 家計の金融資産の構成 (2017年9月末時点)



日銀資金循環統計より光証券が作成

(図) 個人投資家株式売買状況 (東証一部)

年別売買状況		2017年月別	
2008年	1,017,557,674	1月	-382,447,920
2009年	-897,136,971	2月	3,407,540
2010年	-2,146,533,100	3月	321,912,937
2011年	57,608,456	4月	-589,041,703
2012年	-1,844,893,528	5月	-1,097,245,290
2013年	-8,489,599,172	6月	-347,147,299
2014年	-3,813,368,347	7月	-296,262,761
2015年	-4,929,904,375	8月	-31,847,982
2016年	-3,163,394,600	9月	-907,226,788
2017年	-5,864,012,174	10月	-1,823,050,999
		11月	-132,192,538
		12月	-582,869,371

単位: 千円

東京証券取引所データより光証券が作成

売り続ける個人投資家

東京証券取引所が発表した 2017 年の投資部門別の東証一部株式売買状況によると、個人は 5 兆 8000 億円超の大幅売り越しとなっており、この 10 年間で実に 30 兆円超の株式を売り越していることとなります。(上図参照)

2017 年 11 月に日経平均株価がバブル後の高値を更新した後も個人の売り越し基調は変わっていません。これまでも売り越し傾向が続いていたので、ある程度予想できたこととはいえ、バブル後の高値を更新してもなお株式を買ってこない日本人のスタイルは、驚

きであり、ある意味ショッキングなことかもしれません。

バブル崩壊後の株価の大幅下落で相場を敬遠する傾向が根付いたことや、賃金の上昇が鈍く可処分所得が増えない中、将来への不安からくる現預金への依存などが原因として考えられます。

しかしながら「脱デフレ」が意識され始めた現在、将来のインフレに対する備えの意味でも、中長期的な資産運用の視点から、日本人はもっと株式の運用比率を高めても良いのではないかと思います。

データ分析

為替（ドル/円）相場

ドル/円週足のトレンドに変化

ドル/円相場の方向性を見る上で 52 週移動平均線を利用した方法を昨年のこの項で取り上げて説明したことがあります。

シンプルな方法ですが、52 週移動平均線の方向からドル/円の動きを見るというもので、52 週移動平均線が上昇トレンドにある間はドル/円も上昇トレンドと考え、ドルの押し目を買うスタンスで臨み、52 週移動平均線が下落トレンドにあるときは、ドルの戻りを売るスタンスで臨むというものです。

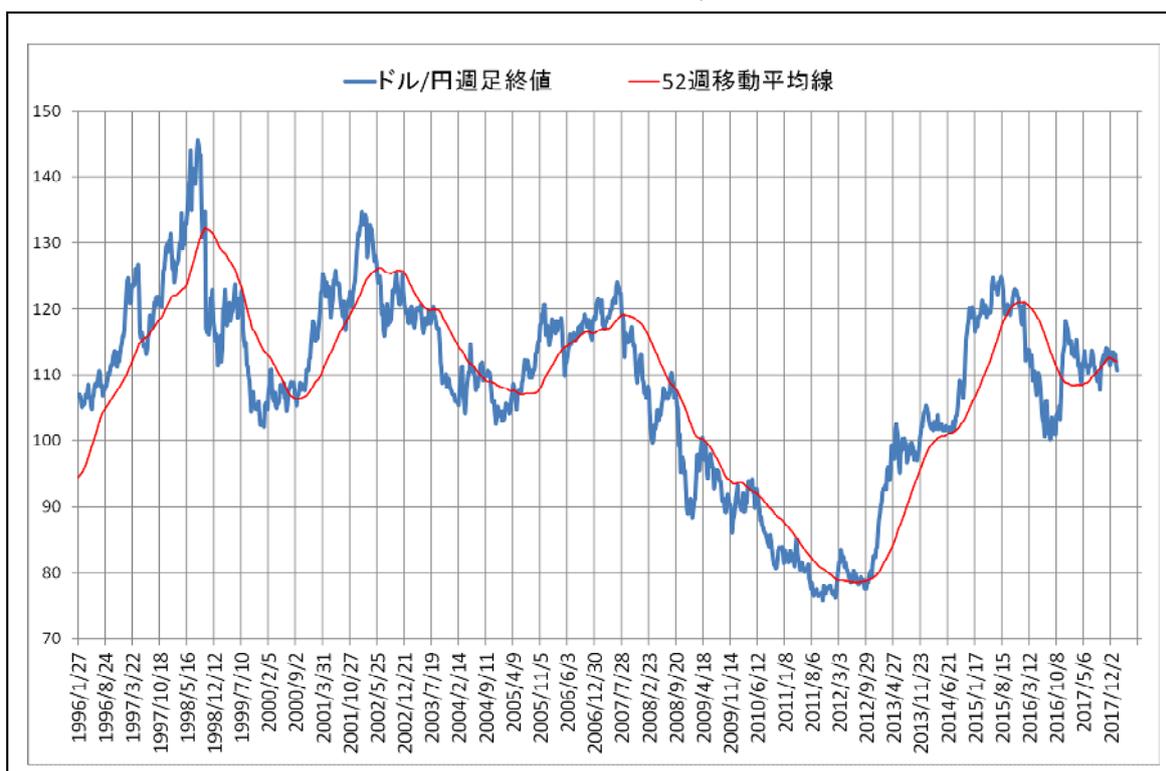
このデータによると、2017 年の初めに 52 週移動平均線が上昇トレンドに変化していましたが、2017 年の秋ごろに天井を付け、年末にかけて下落基調に変わっているように見えます。

（下図参照）

過去の動きはこのパターンに当てはまっていますので、このデータからは、ここからのドル/円は下落する可能性が高いと考えられます。また、最近のドル/円の変動幅は小さくなっているため、今回も小さな変化で終わる可能性も考えられます。

（図）ドル/円（週足）と 52 週移動平均線 （1/19 現在）

Quick データより光証券が作成



産業分析

バイオテクノロジー

iPS細胞

先月号で弊社が本社を置く神戸市をテーマにしましたが、神戸市は「神戸医療産業都市」として、先端医療技術の研究開発拠点を整備し、産学官連携で、21世紀の成長産業である医療関連企業の集積を図っています。今回の産業分析は、医療、特にバイオテクノロジーを取り上げたいと思います。

現在の医療分野で非常に注目度の高いものにiPS細胞があります。2012年に山中伸弥教授がノーベル生理学・医学賞を受賞しました。山中教授の研究グループは、わずか4つの遺伝子を皮膚細胞に導入することにより、様々な体細胞に分化可能な多能性とほぼ無限の増殖性を持つ「人工多能性幹細胞(iPS細胞)」を作製することに成功しました。2006年にマウスのiPS細胞作製に成功、翌2007年にはヒトのiPS細胞の作製を報告しています。

それ以前にあったヒトの受精卵から作製するES細胞も、あらゆる細胞に変化する能力を持っていますが、他人の受精卵を使うため、倫理上の問題や拒絶反応の問題がありました。

この点、iPS細胞は患者本人の細胞から作製できるので倫理上の問題もなく、拒絶反応も起こりにくいと考えられています。

再生医療での利活用

山中教授によるとiPS細胞の活用で期待されることとして二つの柱を上げています。一つは再生医療で、もう一つは病気の原因究明と創薬の開発です。

再生医療とは、病気やけがで損なわれた臓器や組織の働きを再生させるため、細胞や組織を体外で培養したり加工したりして体に移植する医療のことです。ここでは様々な研究の中から、iPS細胞を使った再生医療の実用化に向けた具体的な成果をいくつか紹介します。

まず、2014年9月に、目の難病である加齢黄斑変性の患者自身のiPS細胞から作製した網膜色素上皮細胞のシートを移植する手術が世界で初めて行われました。2017年12月には横浜市立大学で、直径約0.1ミリ程の「ミニ肝臓」を一度に大量に製造することに成功しており、2019年度の臨床研究を目指しています。

また大阪大学ではiPS細胞から作製した心筋細胞をシート状にして重い心臓病の患者に移植する治験を行うことを予定しており、慶應義塾大学でもiPS細胞から誘導した神経幹細胞を脊髄損傷の患者に移植する準備を進めています。

病気の解明と創薬の開発

もう一つの柱である病気の解明と創薬の開発について述べます。難治性疾患の患者の体細胞から iPS 細胞を作り、それを神経、心筋、肝臓、膵臓などの患部の細胞に分化させ、その患部の状態や機能がどのように変化するかを研究し、病気の原因を解明することが期待されています。薬の有効性や副作用の評価も可能になり、新しい薬の開発が進むことも期待されています。

ただ、iPS 細胞を作製し、そこから目的となる細胞へ分化させるまでには数カ月単位の時間と高額のコストがかかります。病気が発見されてから iPS 細胞を作り始めていると、病気によっては治療が間に合わないケースも考えられます。

このような事態に対応するため、山中教授が所長を務める CiRA（サイラ/京都大学 iPS 細胞研究所）では iPS 細胞のストック事業を 2013 年から実施しています。輸血用の血液を保存しておく血液バンクの iPS 細胞版と考えるとわかりやすいです。

拒絶反応の少ない免疫型を持つ人から提供された細胞で医療用の iPS 細胞を作製して保存しておきます。いくつもの細胞を用意しておき、必要になればいつでも使えるというものです。2017 年度中には日本人の 30% をカバーできる種類の iPS 細胞をストックできるようにするそうです。

癌治療の研究

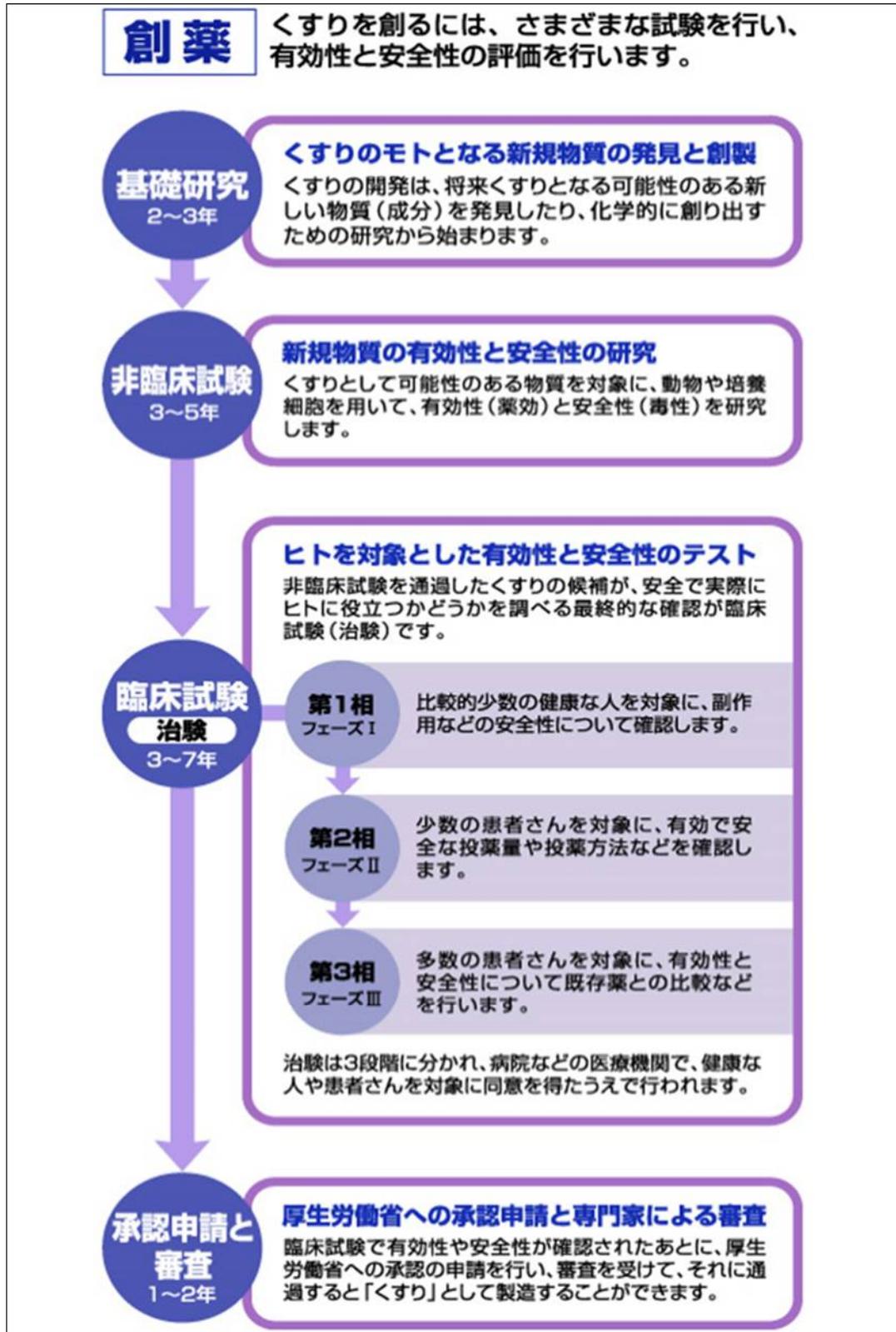
最後に新たな癌治療法の研究について述べます。日本人の死因第 1 位の癌についても新たな治療法の研究・開発が進んでいます。

小野薬品の「オプジーボ」は免疫チェックポイント阻害薬と呼ばれ、免疫反応から逃れている癌細胞を免疫細胞に認識させ攻撃させる治療薬です。

遺伝子を改変して腫瘍溶解性ウイルスを造り、癌細胞に感染・増殖させ、癌細胞を溶かす治療法の開発も進められています。米国では 2015 年にアムジェンの開発薬が承認されました。日本では第一三共やタカラバイオなどがそれぞれ開発を進め、現在治験中です。

キメラ抗原受容体 T 細胞療法（CAR-T 療法）と呼ばれる療法もあります。癌患者の血液から「T 細胞」と呼ばれる免疫細胞を取り出し、「キメラ抗原受容体」という遺伝子を埋め込んで、「T 細胞」を超攻撃型に変えるものです。2017 年にノバルティスが開発した急性リンパ性白血病治療薬が世界で初めて米国で承認されています。日本では第一三共が米カイトファーマから悪性リンパ腫細胞に対する CAR-T 細胞治療薬の国内独占的権利を取得、武田薬品も国内バイオベンチャーと次世代 CAR-T の共同研究契約を締結し、小野薬品も CAR-T をベルギーのセリアドから獲得し、「オプジーボ」等との併用試験の実施を協議しています。

【創薬の流れ】



日本製薬工業協会の HP より

主なバイオテクノロジー関連銘柄

2191	テラ	枝のような突起(樹状突起)をもつ免疫細胞を強化した樹状細胞ワクチン療法等の研究開発を行う。膵臓癌に対する再生医療等製品の承認取得を目指す。
4528	小野薬品	CAR-Tをベルギーのセリアドから獲得し「オブジーボ」等との併用試験の実施を協議。
4543	テルモ	世界初の心不全治療用の再生医療等製品「ハートシート」を販売。
4552	JCRファーマ	日本初の再生医療等製品「テムセル®HS注」を開発。
4564	オンコセラピー	癌細胞において特異的に発現する遺伝子の網羅的解析によって得られた情報を活用し、医薬品の研究開発事業を行う。
4565	そーせいグループ	日本、英国に拠点を持ち、子会社3社の創薬基盤技術を基に医薬品の研究開発を行い、アルツハイマー病、統合失調症、癌免疫等のバイオ医薬品の創出を目指す。
4568	第一三共	腫瘍溶解性ウイルス薬の開発しており、現在治験中。米カイトファーマから悪性リンパ腫細胞に対するCAR-T細胞治療薬の国内独占的権利を取得。
4571	ナノキャリア	ミセル化ナノ粒子技術による医薬品の開発を行う。医薬品をミセル化ナノ粒子内に封入し薬物の放出をコントロールする。
4572	カルナバイオ	キナーゼタンパク質を製造・販売する。キナーゼ創薬技術を用いたキナーゼ阻害薬の研究も行う。
4575	キャンパス	抗癌剤の研究開発。富士フィルムと免疫系抗癌剤の創出を目指す共同研究を行う。
4587	ペプチドリーム	東京大学発のバイオベンチャー企業。特殊ペプチドを応用した医薬品の研究開発を行う。
4588	オンコリスバイオファーマ	腫瘍溶解ウイルスによる癌治療薬「テロメライシン」を持つ。
4592	サンバイオ	再生細胞医薬品の開発・製造・販売。中枢神経系領域の疾患を対象としている。
4593	ヘリオス	再生医療等製品分野を中核事業とする。iPS細胞に関連する技術を活用した、再生医療等製品の研究開発を行う。大日本住友製薬と加齢黄斑変性治療法の共同開発契約を締結。
4594	ブライトパス	癌免疫療法を開発領域とする創薬開発を行う。
4901	富士フィルム	ジャパン・ティッシュ・エンジニアリング(J・TEC)の筆頭株主。ヘルスケアを重点事業分野とし、新薬開発の加速を目指す。2017年に試薬大手の和光純薬工業を約1550億円で買収。
4974	タカラバイオ	研究用試薬や理化学機器、受託サービスを提供するバイオ産業支援事業を安定収益基盤に、第二の収益事業として食品バイオ事業を育て、さらには遺伝子医療事業の研究開発も進める。
4978	リプロセル	2009年に世界で初めてヒトiPS細胞を用いた創薬支援事業を開始。研究試薬、創薬支援、臨床検査等の分野で事業展開。
6869	シスメックス	ヒトiPS細胞由来の血小板を産生させる技術を有する国内企業メガカリオンに出資。
7774	J・TEC	富士フィルム傘下。再生医療製品事業、再生医療受託事業、研究開発支援事業等を行う。日本初の再生医療製品の培養表皮「ジェイス」、第2号製品の「ジャック」を販売。

【本レポートについての注意事項】

本レポートは、情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択・投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断で行ってください。

本レポートは、信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性に関して保証するものではありません。

本レポートに記載する内容はレポート作成日現在のものであり、予告なしに変更する場合があります。

本レポートに基づき投資を行った結果、発生した損害につきましては、弊社は理由の如何を問わず一切責任を負いません。

本レポートで記載された銘柄については、弊社の自己勘定及び、投資一任口座でポジションを保有している場合があります、今後も売買を行うことがあります。

本レポートに関する一切の権利は光証券(株)に帰属します。本レポートの一部あるいは全部の複製または転送等を行わないようお願いいたします。

【リスクについて】**◎日本株式のリスク**

リスク要因として価格変動リスク（相場、金利等の変動による価格の下落）と発行者の信用リスク（倒産等、発行会社（体）の財務状況の悪化）による株価の下落等により、投資元本を下回り損失が生じることがあります。信用取引を行う場合は、対象となる株式等の価格変動により損失の額はお客様が差し入れた委託証拠金の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

◎ETF（上場投資信託）のリスク

組入れ対象であるETF（上場投資信託）は、ETFの投資対象の価格変動等により基準価格が下落し、損失を被ることがあります。したがって、投資元本が保証されているものではなく、分配金の変動や基準価格の下落により、損失を被り、投資元本を割込むことがあります。

◎J-REIT（上場不動産投資信託）のリスク

日本株式のリスクに加え、地震・災害などによるリスク（投資対象不動産が地震や火災の被災を受けた場合など）により価格や分配金の変動する可能性があります。

◎野村MRFのリスク

※別途お渡しする「野村MRF目論見書」及び「目論見書補完書面（投資信託）」の内容をよくお読み下さい。

（1）ファンドが主要投資対象とする短期公社債、コマーシャル・ペーパー等は市場金利の変動により価格や利回りが変動します。よって金利の変動によりファンドの日々の収益は変動します。

（2）有価証券への投資にあたっては、発行体において利払いや償還金の支払いが遅延したり、支払いが滞るリスクが生じる可能性があります。

（3）有価証券の貸付等において取引先リスク（相手方の倒産等により契約が不履行になる危険のこと）が生じる可能性があります。

【手数料について】

国内株式手数料は以下の通りとなっています。

国内上場株式等		手 数 料
約 定 代 金 3,000 円以下の場合		約定代金の 9.9990% 税込(1 円～322 円)
3,000 円超	218,000 円以下の場合	2,500 円 税込(2,700 円)
218,000 円超	1,000,000 円以下の場合	約定代金の 1.1500% 税込(2,707 円～12,420 円)
1,000,000 円超	5,000,000 円以下の場合	約定代金の 0.9000% + 2,500 円 税込(12,420 円～51,300 円)
5,000,000 円超	10,000,000 円以下の場合	約定代金の 0.7000% + 12,500 円 税込(51,300 円～89,100 円)
10,000,000 円超	30,000,000 円以下の場合	約定代金の 0.5750% + 25,000 円 税込(89,100 円～213,300 円)
30,000,000 円超	50,000,000 円以下の場合	約定代金の 0.3750% + 85,000 円 税込(213,300 円～294,300 円)
50,000,000 円超	100,000,000 円以下の場合	約定代金の 0.2250% + 160,000 円 税込(294,300 円～415,800 円)
100,000,000 円超	300,000,000 円以下の場合	約定代金の 0.2000% + 185,000 円 税込(415,800 円～847,800 円)
300,000,000 円超	500,000,000 円以下の場合	約定代金の 0.1250% + 410,000 円 税込(847,800 円～上限 1,080,000 円)
500,000,000 円超		約定代金の 0.1000% + 535,000 円 税込(上限 1,080,000 円)

投資一任口座「イーグルズ・アイ」の報酬体系

①固定報酬

契約時又は契約更新時に契約資産額に対して 2.8%（税抜）の料率を乗じた額を、四半期ごとに按分したうえで各四半期の最初の月（1・4・7・10 月）の 10 日までに契約資産から徴収いたします。

※ご契約開始時の固定報酬については、運用開始月の翌月を含む直近四半期末までの固定報酬額を月割り計算したうえで、運用開始時までに契約資産から徴収いたします。

②成功報酬

契約の満了時（※1）又は解除の際に契約資産時価評価額がご契約開始時の契約資産額もしくはハイウォーターマーク（成功報酬算定の際の基準額）（※2）を超過する場合に契約資産から徴収いたします。超過率が 10% 以下の場合は、超過額に対して 10%（税抜）を乗じた金額とし、超過率が 10% 超の場合は、10% までの超過額に対して 10%（税抜）を乗じた金額に加えて 10% 超の超過額の部分に対して 20%（税抜）を乗じた金額を 12 月末までに契約資産から徴収いたします。

※1 契約満了時の成功報酬の算定基準日は 12 月の最終営業日の 2 営業日前とします。

※2 成功報酬算定基準日における成功報酬控除後契約資産時価評価額の最大金額です。

③その他の諸費用

ETF（上場投資信託）を保有した場合、ファンドから支払われる費用として信託報酬（ファンドに定められた料率を乗じた額）を間接的にご負担頂きます。

ご契約の際には、必ず「投資一任契約において契約締結前にお客様に交付する書面集」の内容について十分ご確認いただきますようお願いいたします。