
主眼着眼

目次

視点1	いざなぎ超え景気	2
視点2	米欧の金融政策の変化	3
視点3	資産運用に対する考え方	5
データ分析	株式時価総額と名目GDP	6
産業分析	自動運転	8
主な自動運転関連銘柄		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

いざなぎ超え景気

戦後2番目

2012年12月に始まった景気回復局面が「いざなぎ景気」を超えて戦後2番目の長さとなったとの報道がありました。景気回復の期間などは、後日に内閣府が判断することになりますが、茂木経済財政・再生相は現在の景気が「いざなぎ景気を超えた可能性がある」との認識を示しています。

戦後最長の景気回復は、2002年2月から2008年2月までの73カ月で、今の景気回復が続けば2018年12月に戦後最長に並び、2019年1月に戦後最長を更新することになります。

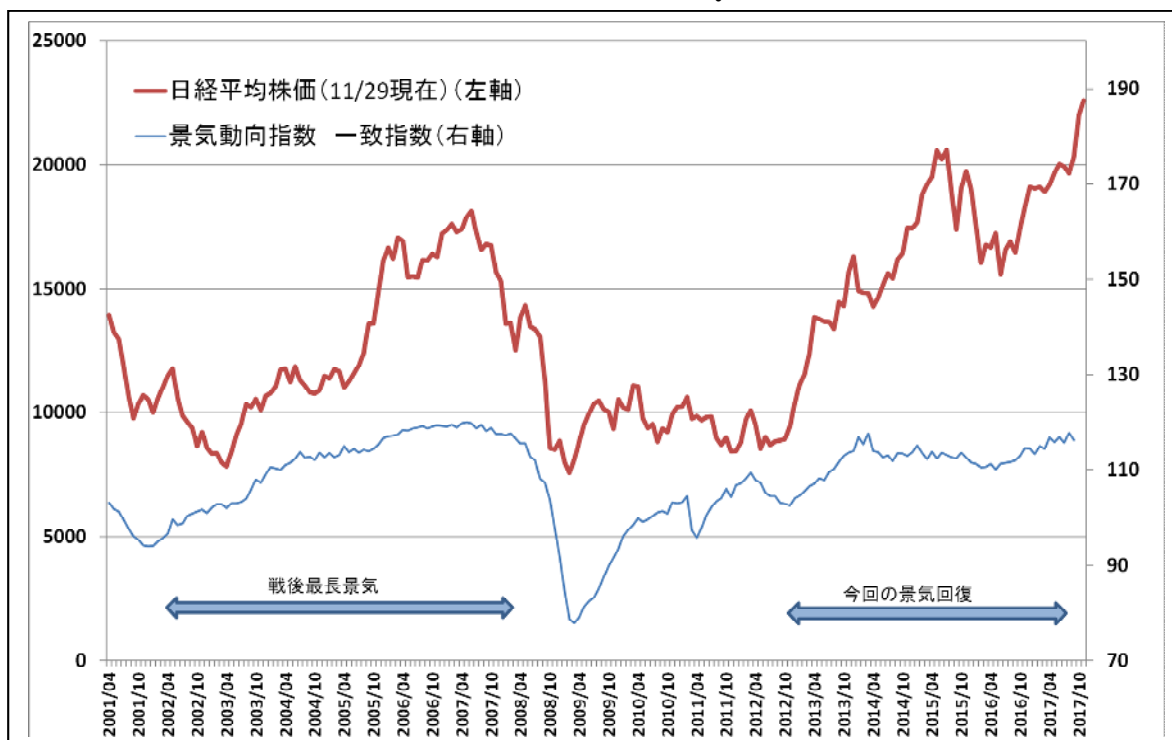
バブル崩壊後の高値

日経平均株価が上昇を続け、1996年6月につけたバブル崩壊後の高値(2万2666円)を超え、25年10カ月ぶりの水準を回復してきました。好調な企業業績、世界的な好景気、金融緩和の継続などが理由として考えられます。

特に企業業績は好調のようです。日経新聞によると、2017年4-9月純利益が増益となった上場企業は全体のおよそ7割で、2018年3月期予想では上場4社に1社が純利益で最高益の見通しとなっており、株高をけん引していると思われます。

(図) 日経平均株価と景気動向指数(一致指数)の推移(11/29現在)

Quick データより光証券が作成



視点 2

米欧の金融政策の変化

金融政策の変化の影響

米国は金融緩和を終了し、利上げ局面に入っています。また、ECBも緩和の規模を縮小し始め出口戦略に着手しています。米欧に関しては、これまでの世界の株高を支えてきたと思われる要因の一つである「金融緩和」の部分に変化が出てきていると言えます。

市場では日々変化があります。時には、後から振り返って、あの時のあの出来事は重要だった、その後に重大な影響を与えたとされるような大きな変化も起こります。

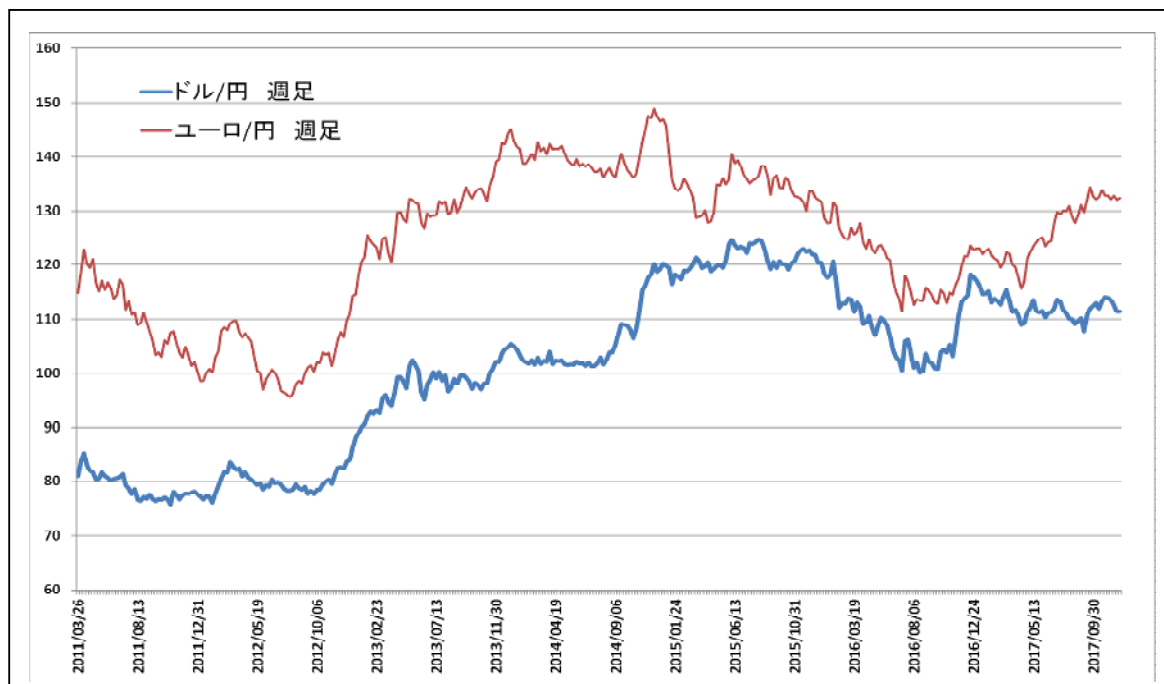
今回の状況は、先進国の金融政策の面からは大きな変化と言えらると思います。大きな変化でも市場にあまり影響

が出ない場合もありますが、市場に携わっている人間として注目しておくべき変化だと思っています。マネーの流れに変化が出て、そのことが株式市場に何らかの影響を与える可能性があることは頭に入れておくべきでしょう。

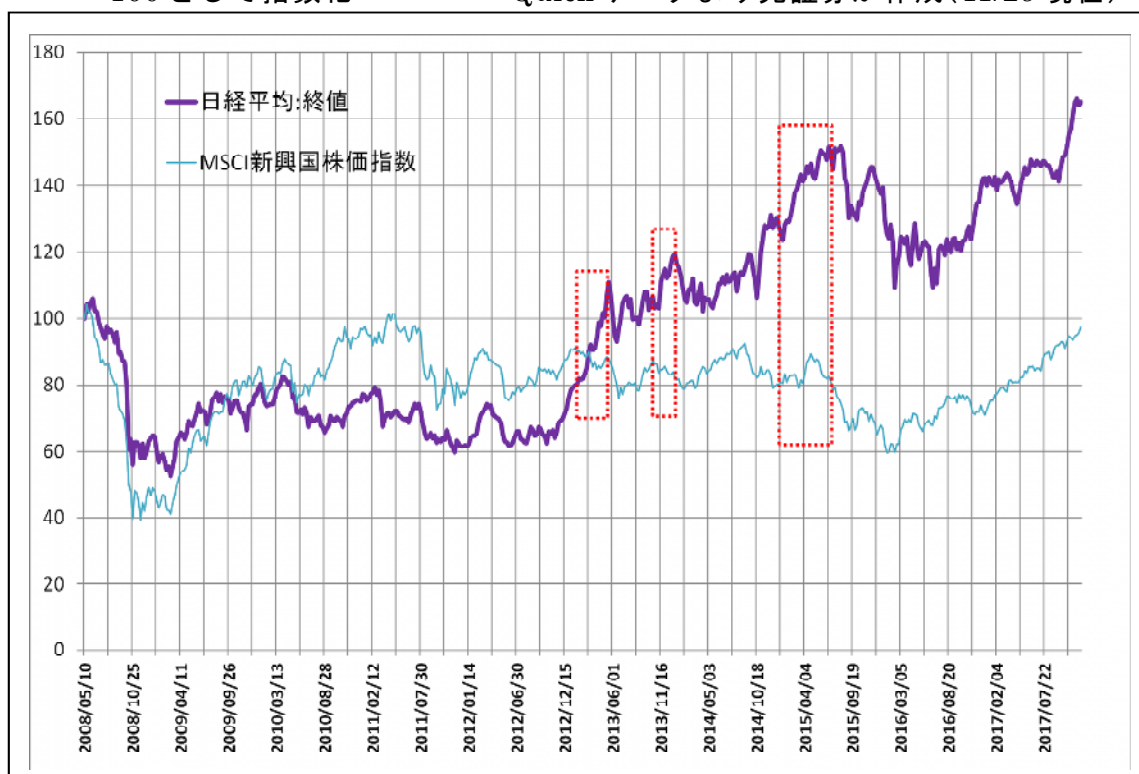
2013年5月に、当時のFRBのバーナンキ議長が量的緩和の縮小の可能性を示唆したことで、新興国の株価が崩れ、世界的な金融市場の混乱につながったことがあります。今回、同様の動きはこのまま起こらないかも知れません。あるいは少し遅れて何らかの影響が出始めるかも知れませんが、資産運用におけるリスク管理の面からは留意しておきたいと思います。

(図) 為替の動き

Quick データより光証券が作成 (11/29 現在)



(図) 日経平均株価と新興国株価指数(週ベース) 2008年5/10の週の数值を100として指数化 Quick データより光証券が作成(11/29現在)



新興国の株価

経済が成熟していて比較的資金が余りやすい先進国に対して、新興国は経済を発展させるための資金ニーズが高まりやすくなります。このため先進国で余剰資金ができると資金は新興国に流れ、新興国の経済発展につながるという資金の循環が起こるものと思われます。

資金の循環に変化が起こり資金の流れが逆流し始めると、その影響は新興国の株安から始まる傾向があると考えています。量的緩和が終了する、あるいは終了するという思惑によって、世界の株式市場から資金が引き上げられると、まず比較的市場規模の小さな新

興市場に影響が出るものと思います。資金の流出によって新興市場の株価は下落し易くなり、それが先進国の市場にも波及していくという流れです。

株価が下落する要因は様々ですので、すべての局面に当てはまるわけではありませんが、新興国の株安、あるいは株価の伸び悩みから先進国の株安が始まっていることがあります。

(上図参照)

図の点線で囲った部分は、日経平均株価が上昇傾向にある中、新興国の株価が下落、あるいはそれほど上がっていない局面です。その後、日経平均株価も比較的大きく下落していることが分かります。

視点 3**資産運用に対する考え方****株式の投資価値を考える**

株価は日々上下します。企業の実力も強くなったり弱くなったりと変化しますが、株価の上下は企業の実力の変化より大きいように感じます。これは株価の上下にはその時々の人気が加わっているからだと思います。

それも含めて株価ということになるので、この人気というものが株式投資で資産運用をする上では非常に厄介なものだと思います。人気というものがデータとして取り扱いにくいという点、また、企業の実力を評価した株価に人気はさらに上乘せされてくることが多くなると思うからです。

IT バブル期には IT 関連企業の株価が人気化し、それ以外の銘柄の中には人気の圏外に置かれるものがありました。結局人気はいつまでも続きませんでした。ただ、人気に踊らされていると、それが行き過ぎたバブルだとは気付くにくいのです。前述のように、人気は数値化するのが難しいからです。

資産運用における株式投資では、成長株投資、バリュー株投資などといった投資対象を考えることと、短期的、中長期的といった時間軸を考えて投資することをバランス良く行うことが肝要だと思います。

スロー投資

最近の世の中は、物事が一方向に偏りやすい傾向があるように感じます。IT化によって時間の流れが速くなった影響もあるのですが、短期的な思考やスピードが必要以上にもてはやされるように感じます。

世の中はもっと多様性があっていいのではないのでしょうか。短期的な視点もあれば長期的な視点もあり、速いものもあれば遅いものもあります。それぞれにメリット、デメリットがあるのではないのでしょうか。

弊社は、企業の実力・価値の分析を通して、中長期的に運用利回りを確保することに重点を置き、皆様の資産運用に貢献できることを目指しております。短期的な株価の動きにとらわれず、じっくりと企業を分析・評価することに力を入れています。

市場では高速取引や AI を使った投資が話題となっています。これからの時代にたいへん重要な投資手法でしょうが、皆が皆、同じことをする必要はないと思います。相場は様々な思惑や手法が集まって形成されるものだと思います。速くて手軽というのは魅力的ですが、じっくり慌てずのスロー投資にも良さがあると考えています。

データ分析

株式時価総額と名目 GDP

バフェット指標

著名投資家ウォーレン・バフェット氏が愛用しているとされる指標があります。ある国の GDP と株式の時価総額の総和を比べる指標で、バフェット指標と呼ばれたりしています。今回のデータ分析ではこのバフェット指標から現在の日経平均株価の水準を考察してみます。

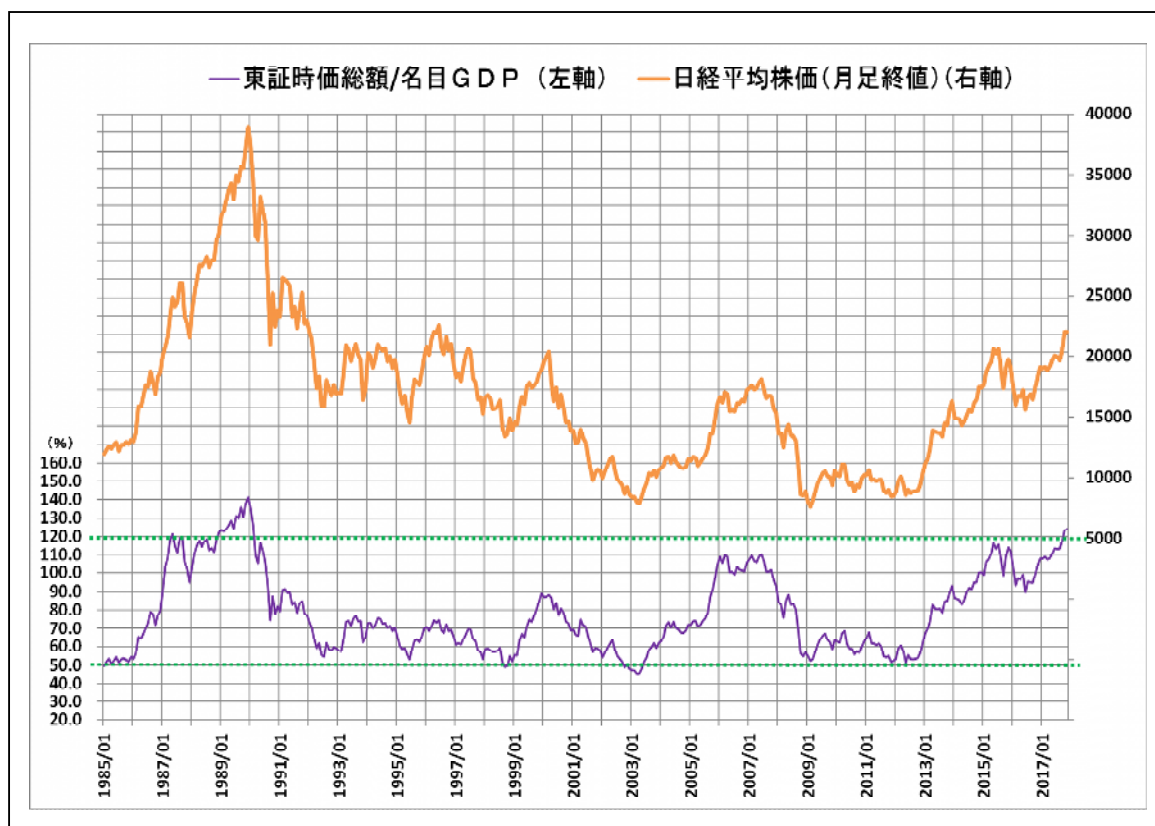
東証の時価総額（東証1部・2部の総計）が名目 GDP に対してどれくらい

の比率になっているかを下の図に表しています。これを見ると、現在の比率は120%を超えています。これは東証の時価総額が名目 GDP の1.2倍になっていることを示しており、最近の中ではかなり高い水準にあることが分かります。

しかしながら、バブル期には140%に達している局面もあり、その意味では現在の120%はまだ上昇の余地があるとも取れます。

（図）東証時価総額と名目 GDP、日経平均の推移

Quick データより光証券が作成、10月以降の名目 GDP は7-9月の数値を使用。
（11/29 現在）



適正水準は？

これでは指標としては、現在の水準が高いと言えるのかどうか判断するのが微妙になってしまいますので、ちょっと視点を変えてみました。

日経平均株価の水準を考えるのならば、日経平均採用銘柄の時価総額を用いるべきではないかと考え、名目GDPと日経平均採用銘柄の時価総額を比較してみました。日銀の購入しているETFの額を時価総額から差し引いたほうが良いのではないかという気もしますが、結論に至らず、ここではそのまま扱います。(下図参照)

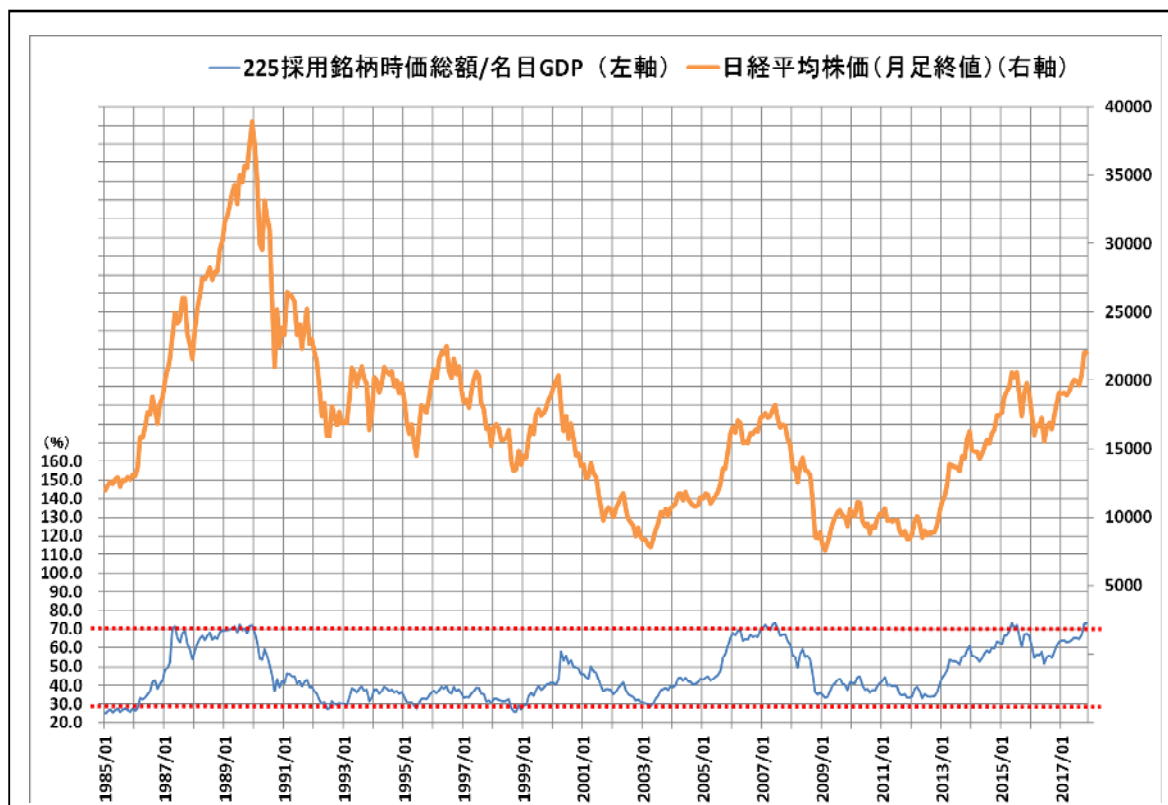
これを見ると傾向がはっきりしてきました。過去のデータからは70%を超えた水準が高値となっており、この数値はバブル期でも当てはまっています。この指標から判断すると、現在の日経平均株価の時価総額は高い水準にあると言えます。

このデータは月ごとの数値で表示しているものですので、月単位で見るとここからの相場は上値が重たくなる可能性が高いと見るべきかと思えます。あるいは名目GDPのさらなる拡大があれば、その分株価上昇の余地は生まれると言えます。

(図) 日経225採用銘柄時価総額と名目GDP、日経平均株価の推移

Quick データより光証券が作成、10月以降の名目GDPは7-9月の数値を使用。

(11/29 現在)



産業分析

自動運転

自動運転の現状

今後の自動車産業では、Mobility(新たな移動手段)、Autonomous(自動運転)、Digitalized(デジタル化)、Electrified(電動化)の頭文字をとった「MADE」というトレンドにより大きく変化すると言われています。また、ダイムラー社のCEOは、パリモーターショーで次世代の自動車ビジネスの成否を占うトレンドを、Connectivity(ネットとの接続)、Autonomous(自動運転)、Sharing(カーシェア)、Electrification(電気自動車)の頭文字をとって「CASE」と呼んでいます。

今回の産業分析では、これからの自動車産業の重要テーマの一つであるAutonomous(自動運転)を取り上げたいと思います。

自動車各社が自動運転機能搭載車の開発を進めている中、独アウディが世界で初めて、レベル3に対応する自動運転機能を市販車に採用していくと発表しました。

欧米が全面的に採用しているSAE J3016の定義によると、レベル3とは「条件付運転自動化」のことを指し、ドライバーの運転支援が目的のレベル0～レベル2とは一線を画していると言えます。(下表参照)

(表) 官邸 ITS 構想・ロードマップ 2017 より

自動運転レベルの定義 (J3016) の概要		
レベル	概要	安全運転に係る監視、対応主体
運転者が全てあるいは一部の運転タスクを実施		
SAE レベル0 運転自動化なし	・ 運転者が全ての運転タスクを実施	運転者
SAE レベル1 運転支援	・ システムが前後・左右のいずれかの車両制御に係る運転タスクのサブタスクを実施	運転者
SAE レベル2 部分運転自動化	・ システムが前後・左右の両方の車両制御に係る運転タスクのサブタスクを実施	運転者
自動運転システムが全ての運転タスクを実施		
SAE レベル3 条件付運転自動化	・ システムが全ての運転タスクを実施 (限定領域内*) ・ 作動継続が困難な場合の運転者は、システムの介入要求等に対して、適切に応答することが期待される	システム (作動継続が困難な場合は運転者)
SAE レベル4 高度運転自動化	・ システムが全ての運転タスクを実施 (限定領域内*) ・ 作動継続が困難な場合、利用者が応答することは期待されない	システム
SAE レベル5 完全運転自動化	・ システムが全ての運転タスクを実施 (限定領域内*ではない) ・ 作動継続が困難な場合、利用者 ⁵ が応答することは期待されない	システム

自動運転の技術と問題点

自動運転に必要な技術を紹介します。まず周囲の状況を認識することがあり、この役割はセンサーが担います。センサーには、カメラ、ミリ波レーダー、レーザー（LIDAR）などがあり、それぞれに長所・短所があり、複数を組み合わせて採用されたりしています。

得られた情報を分析・処理し、車の次の動きを判断する技術は、いわば車の頭脳と言える重要な役割です。プロセッサ(処理装置)が担い、人工知能(AI)の活用も期待されます。この分野ではGPU(画像処理半導体)で先行する米国のエヌビディア、イスラエルのモービルアイを傘下に入れたインテルなどが挙げられます。

その他自動運転の実現をサポートする技術として、高精度の三次元空間情報を持つダイナミックマップやITS(高度道路交通システム)、超高速で大量のデータのやり取りができる次世代移動通信(5G)などがあります。

自動運転の実現に向けては問題点もあります。事故の責任の所在をどうするのかといった法整備などです。また緊急時の優先順位、例えば自動運転車に乗っている人と複数の歩行者のいずれにも危険が迫った場合に、優先順位をどうするのかといったルール作りなども必要となるでしょう。

自動運転がもたらすもの

自動運転の実現は、自動車産業だけでなく社会の構造変化に良い面で影響を与えたいと思います。完全自動運転が実現すれば、高齢者の事故の減少が期待できますし、過疎地域での移動手段としても役立ちそうです。物流業界では、ドライバーの負担軽減につながるでしょう。

前述の米半導体メーカーのエヌビディアの創業者でCEOのジェンソン・ファン氏が日経ビジネスのインタビューで語った話では、「長期的にクルマは4つの車輪の上にコンピューターが載ったものになる」「将来、クルマはソフトウェアになる」と考えているようです。さらに「電話で起きたことと同じことが自動車の世界でも起こる」と言っています。

通信機能だけを持つ『ただの電話』が、様々なことができるスマホに進化したように、『ただの移動手段であるクルマ』が、リビングルーム、書斎、娛樂室のように居心地の良い場所になり、高速通信で外部とつながることで様々なサービスを受けられる快適空間に進化するということでしょう。

20世紀の産業をリードしてきた自動車業界が、電動化や自動運転技術によって21世紀に新たな進化を遂げることができるなら、株式投資のチャンスも広がることでしょう。

主な自動運転関連銘柄

2432	DeNA	自動運転バスを使用した交通サービス(ロボシャトル)を展開。また、ヤマト運輸と共同で自動運転車を使った宅配サービス「ロボネコヤマト」の実現を目指す。
4667	アイサンテクノロジー	自動走行システム用の高精度3次元地図データを扱う。高精度3次元地図データの研究・開発・実証を行うDMP(ダイナミックマップ基盤株式会社)に出資する国内メーカーのうちの1社。
5201	旭硝子	ガラス越しでも車載カメラが精密に作動するフロントガラスをプレス生産。アンテナ機能を付加したガラスアンテナで電波の干渉が出ない回路を埋め込んだリアガラスを独ダイムラーに納入。
5482	愛知製鋼	地面に埋め込む、または貼り付けた「磁気マーカ」の磁力を「MIセンサー」で拾って自動運転を支援する実証実験を実施。
6501	日立	子会社の日立オートモティブシステムズが、年内に「レベル4」に相当する完全自動運転技術搭載車の走行実験を始める。自動運転中のシステムトラブルに対応する新技術を開発。
6503	三菱電機	準天頂衛星「みちびき」のデータと車載センサーから得る周辺の情報を組み合わせた自動運転の実証実験を行う。DMP(ダイナミックマップ基盤株式会社)にも出資。オランダの地図会社HEREと高精度位置情報ソリューションの相互活用で提携。
6723	ルネサスエレクトロニクス	車載マイコンで高いシェア。トヨタが2020年に実用化を目指す自動運転車にルネサスの車載制御用マイコンを採用。
6752	パナソニック	自社開発の自動運転システムを搭載した2人乗りの小型電気自動車10月に公開。車両のサイバー防衛システムも開発。
6754	アンリツ	次世代の超高速無線通信「5G」の市場が広がることで計測機器の需要拡大が期待される。
6758	ソニー	先進運転支援システム用のCMOSイメージセンサーを11月からサンプル出荷。インテル子会社のモバイルAIの先進運転支援システムおよび自動運転技術に向けて開発中のイメージプロセッサと接続可能となる予定。
6773	パイオニア	自動運転向けLIDARを9月下旬からサンプル出荷。オランダの地図会社HEREと業務提携および資本提携。
6796	クラリオン	日産新型リーフ向けに自動駐車用ECU(システム制御ユニット)とナビゲーションシステムを供給。
6902	デンソー	画像センサーやミリ波レーダー、レーザーレーダーなどを幅広くそろえ、組み合わせで提案できる強みを持つ。子会社で自動運転での判断処理に適した新プロセッサ(DFP)の開発にも力を入れる。
9064	ヤマトHD	DeNAと共同で自動運転車を使った宅配サービス「ロボネコヤマト」の実現を目指す。
9232	パスコ	高精度3次元地図データの研究・開発・実証を行うDMP(ダイナミックマップ基盤株式会社)に出資する国内メーカーのうちの1社。
9432	NTT	トヨタとコネクテッドカー(つながる車)分野で提携。自動運転での協業も視野に入れる。
9474	ゼンリン	高精度3次元地図データの研究・開発・実証を行うDMP(ダイナミックマップ基盤株式会社)に出資する国内メーカーのうちの1社。米エヌビディアと自律走行車両用の日本向け地図の共同研究で合意。
9984	ソフトバンク	子会社のSBドライブが、自動運転バスの実証実験を行う。

【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。

本レポートに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。