

# 当面の市況見通し

2018年10月

みずほ証券

投資情報部





## 貿易問題一服、米中間選挙後は景気・業績期待で年末高へ

- 米国株は「ねじれ議会」でも景気・政策期待で来春にかけ上昇へ
- ✓ NYダウは2018年末に27500ドル、19年央に29000ドルを予想
- ✓ 情報技術、コミュニケーションサービス、一般消費財に加え、ヘルスケアを強気に
  
- 日本株は貿易問題一服とアベノミクス継続、円安進行による政治・業績評価の強まりで年末にかけ上値を試す展開が継続へ
- ✓ 日経平均株価は予想PER15倍で年末26000円も視野に
- ✓ 電機、情報通信、サービス、陸運に強気、輸送機は中立に上げ
  
- ドル円は貿易戦争回避、日米金利差拡大で上昇基調継続へ
- ✓ 次回12月米利上げで日米金利差3%超、ドル円は年末115円超へ



## 株式および金利、為替の予想レンジ

			18/9/28 時点	2018年		2019年		
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	
株式	NYダウ	(ドル)	レンジ	26458	24500 ~ 28000	25500 ~ 29000	25500 ~ 29500	25500 ~ 29500
株式	日経平均株価	(円)	レンジ	24120	22000 ~ 25000	22000 ~ 25000	20000 ~ 24000	20000 ~ 23000
金利	FF金利	(%)	期末値	2.25	2.50	2.75	3.00	3.00
	米国10年国債	(%)	レンジ	3.06	2.80 ~ 3.30	2.80 ~ 3.40	2.80 ~ 3.40	2.70 ~ 3.30
日本10年国債	(%)	レンジ	0.13	0.07 ~ 0.18	0.08 ~ 0.20	0.10 ~ 0.20	0.10 ~ 0.20	
為替	ドル円	(1ドル=円)	レンジ	113.7	109 ~ 116	109 ~ 116	109 ~ 116	108 ~ 115

(注) 予想は9/28時点。矢印は前四半期との比較イメージ  
出所: みずほ証券作成

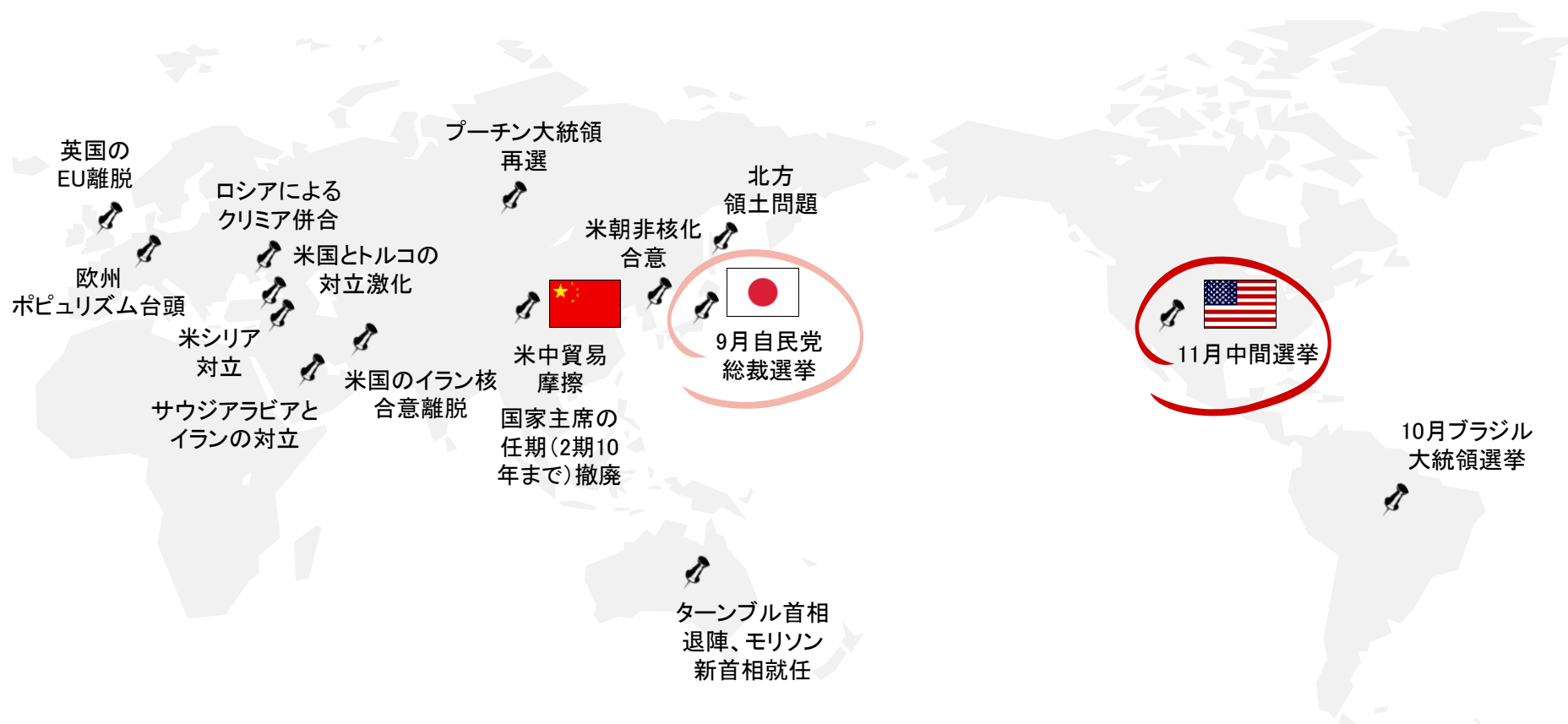


- ① 年末ラリーはあるか？米中間選挙後の市場動向を読む
- ② 貿易問題一服で業績評価再開へ、日米決算プレビュー
- ③ トルコ大幅利上げで新興国不安一服、今後の行方は？

## 注目ポイント①

年末ラリーはあるか？米中間選挙後の市場動向を読む

# 注目① 年末ラリーはあるか？米中間選挙後の市場動向を読む

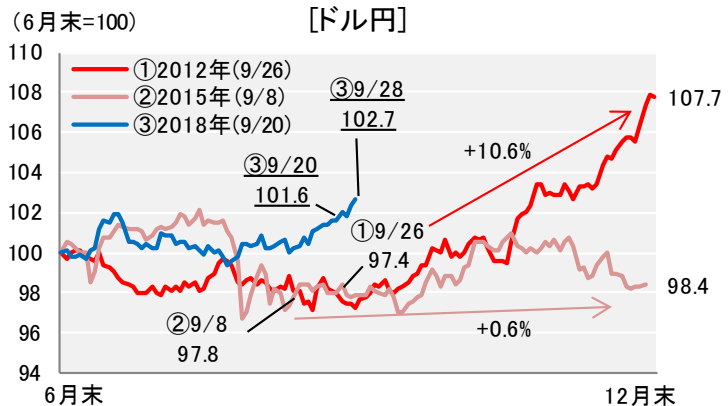
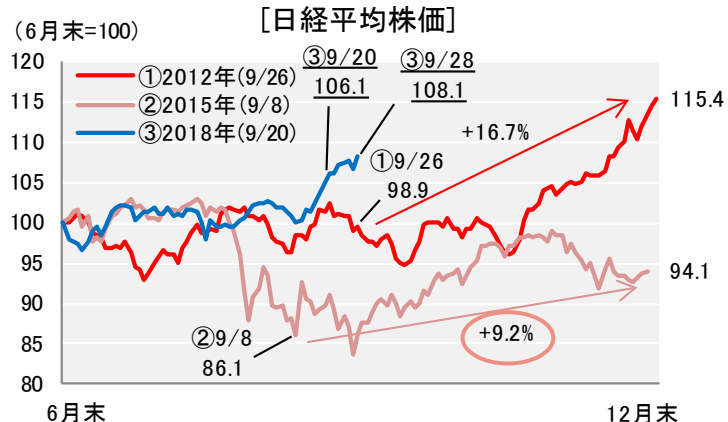




## 日経平均株価は2015年並みの上昇で年末26000円視野、長期的にも2020年東京五輪に向け株高期待継続へ

### 短期 自民党総裁選挙前後の株・為替推移

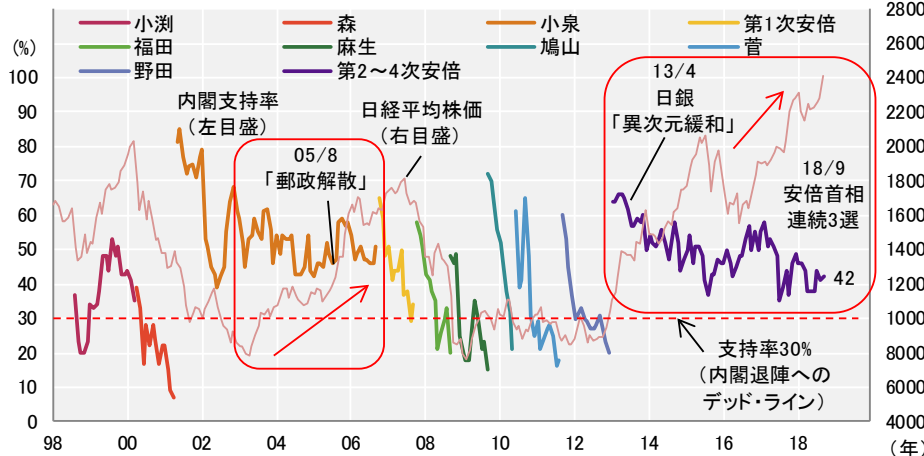
(日次:各年6月末~12月末)



(注)カッコ内は自民党総裁選挙投票日(15年は告示日)。18年は9/28時点  
出所:各種資料よりみずほ証券作成

### 中長期 内閣支持率と日経平均株価の推移

(月次:1998/1~2018/9)



(注)17/10は衆院選第2回全国調査  
出所:NHK、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

長期政権=株高?  
政治(内閣支持率)の安定に安心感

### アベノミクス相場のパフォーマンス

	アベノミクス 相場直前A 2012/11/13	日経平均 株価高値B 2018/1/23	現在C 2018/9/28	騰落率 (%、利回りは騰落差)	
				A→B	A→C
日経平均株価	8661.05	24124.15	24120.04	178.5	178.5
10年国債利回り	0.73	0.07	0.12	▲0.67	▲0.61
ドル円	79.4	110.3	113.7	39.0	43.2

(注)アベノミクス相場直前は2012年11月に当時の野田首相が国会で衆院解散を提案した日の前日。単位は円、%、1ドル=円  
出所:ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

### 歴代首相の在職日数上位と在職中日経平均株価騰落率

No.	首相名	在職日数(日)	日経平均株価騰落率(%)	同年率換算
1	佐藤	2,798	207.3	27.0
2	吉田	2,616	93.0	13.0
3	安倍②	2,103	135.8	23.6
4	小泉	1,980	11.3	2.1
5	中曽根	1,806	188.6	38.1

(注)9/28時点。東証再開の1949/5/16以降(第3次吉田内閣の任期中)。大平首相は内閣官房長官の臨時代理期間(1980/6/12~7/17)を含む。安倍②は2012/12/26第2次安倍内閣発足以降。年率換算は株価騰落率÷在任期間×365  
出所:各種資料よりみずほ証券作成

➤ 安倍首相3選でアベノミクス継続を再評価。選挙後、2015年並み9%程度の上昇で日経平均株価は年末26000円視野

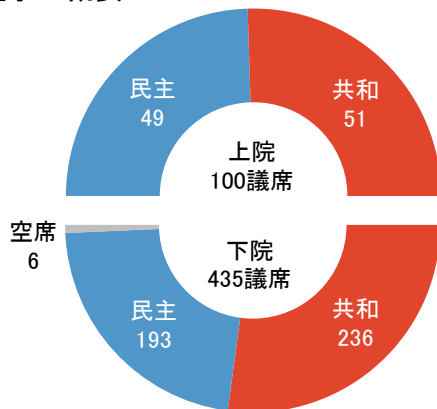
➤ 安倍首相3選で戦後最長政権が視野。政治の安定で長期的にも株高要因となる可能性がある



- 各種世論調査によると、中間選挙で共和党が下院の議席数を減らし、来年から下院の多数党が民主党に移る見込み
- ねじれ議会のもと法案成立は滞るとみられるものの、大統領弾劾の可能性は低く、選挙結果の株価影響は限定的に

## 米2018年中間選挙の概要

- ✓ 投開票日は現地11/6
- ✓ 上院100議席中35議席、下院の全435議席が改選される
- ✓ 上院の改選対象35議席中26議席は民主党議員
- ✓ 新政権発足後の中間選挙は、大統領所属政党(今回は共和党)が下院で議席数を減らす傾向



(注)議席数は2018/9/10時点  
出所:各種資料よりみずほ証券作成

## 米2018年中間選挙の焦点

- ① 民主党が下院の議席数をどこまで伸ばせるか
- ② 中間選挙結果に対する市場の反応
- ③ 中間選挙後のトランプ政権の経済政策運営

出所:みずほ証券作成

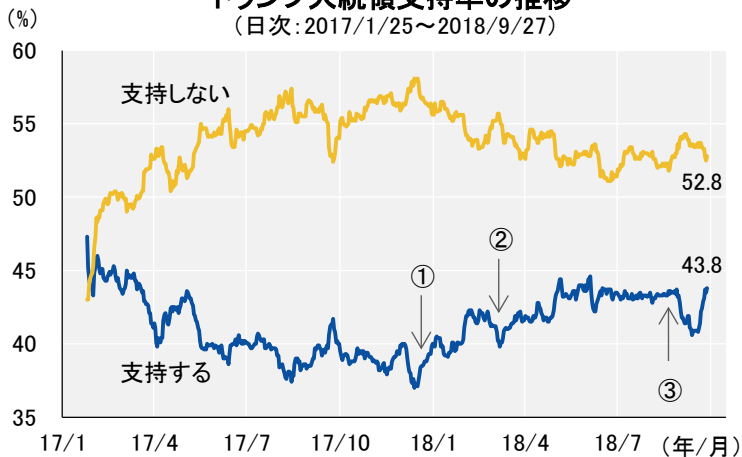
## 米2018年中間選挙の結果と経済および株価影響の想定

	シナリオ① 「ねじれ議会」 確率:○	シナリオ② 「共和党議会」 確率:△	シナリオ③ 「民主党議会」 確率:×
多数党	上院:共和党 下院:民主党	上院:共和党 下院:共和党	上院:民主党 下院:民主党
経済影響	✓ 大統領には法案の拒否権があるため、いずれのシナリオでもトランプ政権・共和党議会のもと、これまで成立した法案が覆される可能性は低い ⇒ 減税による米景気押し上げが継続へ		
株価影響	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 法案成立は滞るが、大統領弾劾の可能性は低い ⇒ 選挙結果の株価影響は限定的に</li> <li>✓ 金融、医療関連株にポジティブ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ インフラ投資や金融規制緩和の実現期待で上昇基調を強めよう</li> <li>✓ インフラ投資関連、金融株にポジティブ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ トランプ大統領の弾劾手続きによる政治混乱を警戒 ⇒ 一時的な株価下落 ⇄</li> </ul>

(注1)18年中間選挙で選出された議員による新議会は19年1月からスタートする  
(注2)○:高い、△:中程度、×:低い。確率、経済影響、株価影響はみずほ証券投資情報部の判断  
出所:みずほ証券作成

## トランプ大統領支持率の推移

(日次:2017/1/25~2018/9/27)



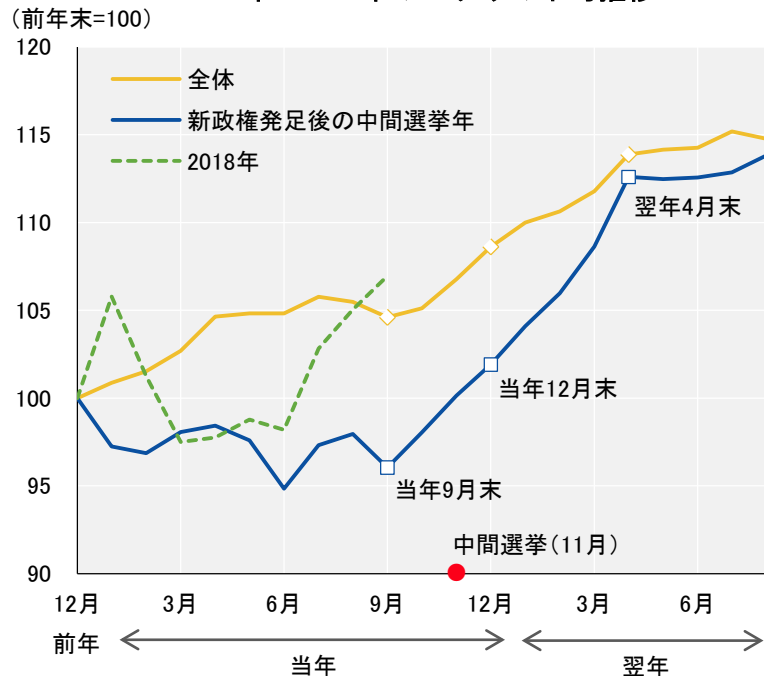
出所:各種資料よりみずほ証券作成





## 過去、中間選挙後の米国株は、大統領選挙をにらんだ景気対策への期待から堅調に推移する傾向

1970年～2017年のNYダウの平均推移



[NYダウの平均騰落率]

	9月末 → 12月末	9月末 → 翌年4月末
全体	3.8	8.9
新政権発足後の中間選挙年	6.1	17.2

(注) 上図のデータは月次、2018年のNYダウは9/27まで。下図の単位は%  
出所: 各種資料よりみずほ証券作成

### 中間選挙と米国株

#### 中間選挙前

- ✓ 政治の先行き不透明感が相場の重荷に



#### 中間選挙後

- ✓ 選挙通過で先行き不透明感が解消
  - ✓ 中間選挙の翌々年に行われる大統領選挙をにらんだ景気対策への期待が高まる
- ⇒過去、翌年春まで堅調に推移する傾向

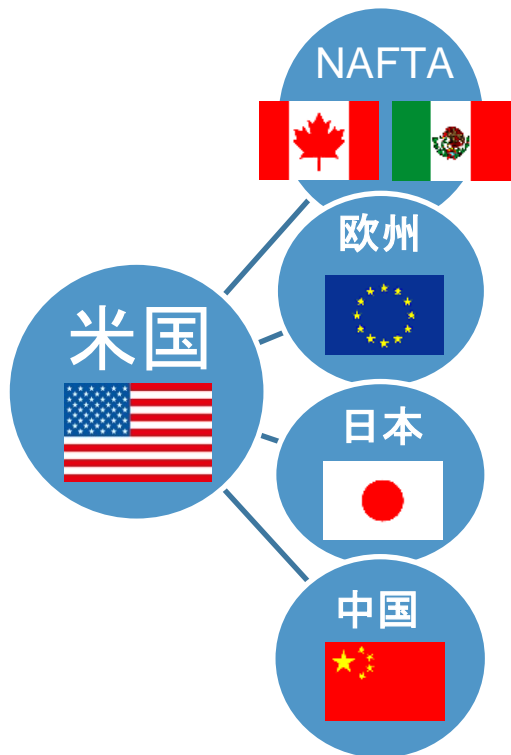
2020年大統領選挙をにらみ、  
トランプ大統領が進めるとみられる経済政策

- ① 10年間で1.5兆ドルのインフラ投資計画の具体化
- ② 税制改革第2弾
  - 所得税減税の恒久化（現状は2025年まで）
  - スタートアップ企業を対象とした優遇措置 等
- ③ 金融規制のさらなる緩和
  - 中小金融機関の規制緩和は5月に実現。コンプライアンス（法令順守）関連費用削減へ
  - 大手金融機関向けの規制も見直しへ。規制緩和と実現なら金融機関がリスクをとりやすくなり、収益拡大が見込まれる

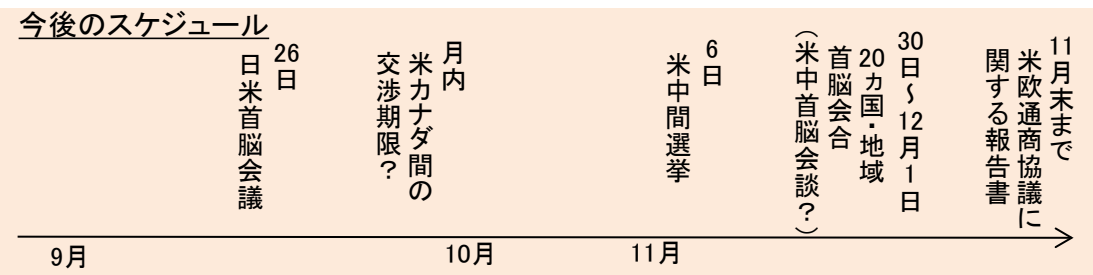
出所: 各種資料よりみずほ証券作成

## 注目ポイント②

貿易問題一服で業績評価再開へ、日米決算プレビュー



現状	予定	結果想定
米メキシコ間で合意	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ カナダとの協議</li> <li>✓ 米議会承認</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 交渉難航もカナダと合意の可能性</li> </ul>
米欧、通商協議開始	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 米中間選挙後の11月末までに報告書作成</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 米中間選挙後に協議合意へ</li> </ul>
日米物品貿易協定の交渉開始で合意	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 今後数か月内に、物品の関税や非関税障壁を巡る協議実施へ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 自動車への追加関税は回避、米農産品等の輸入拡大</li> </ul>
計2,500億ドル関税発動	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 9/24発動の第3弾の関税率は年内10%に→関税出尽くしも？</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 協議再開、妥結も？</li> <li>✓ 不調なら関税全額発動、摩擦長期化</li> </ul>

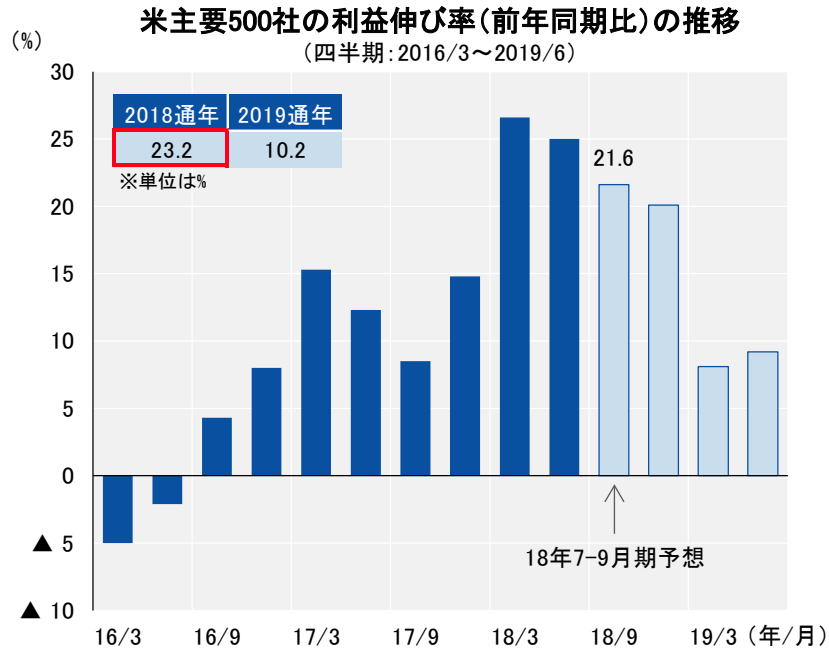


- ✓ 米欧、米日は協議進展
- ✓ 米カナダは9/28に妥結
- ✓ 米中貿易交渉は長期化へ。近いうちに協議再開を見込むも、対中関税第4弾(2,670億ドル分)発動への警戒もくすぶる

## 注目② 決算プレビュー ～米国



- 米主要500社の2018年7-9月期利益予想は前年同期比+21.6%、18年通年予想は前年比+23.2%(9/27時点)
- 業種別では、金融、資本財、素材等の景気敏感が18年の利益の伸びをけん引へ



(注)2018年7-9月期以降は、9/27時点のトムソン・ロイターの市場予想集計  
出所:トムソン・ロイターのデータよりみずほ証券作成

米主要500社セクター別の利益伸び率予想  
(トムソン・ロイターの市場予想集計、9/27時点)

	2018年利益 ウエート 予想 (%)	利益伸び率予想(%)		
		2018年		2019年
		7-9月期 (前年同期比)	通年 (前年比)	通年 (前年比)
主要500社	—	21.6	23.2	10.2
情報技術	19.7	20.2	22.8	8.3
金融	18.4	41.5	31.6	9.7
ヘルスケア	15.4	10.8	14.6	8.3
資本財	9.7	17.0	23.4	12.2
コミュニケーションサービス	9.2	14.9	21.1	11.7
一般消費財	7.6	13.0	18.4	11.7
生活必需品	6.5	7.1	10.1	6.2
エネルギー	5.5	97.8	92.5	26.3
公益	3.0	4.9	6.9	4.6
素材	2.8	30.2	29.1	7.0
不動産	2.2	4.4	5.3	6.5

(注1) 緑色の網掛けは全体(主要500社)を上回る伸び率

(注2) 2018年利益ウエート予想の降順で表示

出所:トムソン・ロイターのデータよりみずほ証券作成

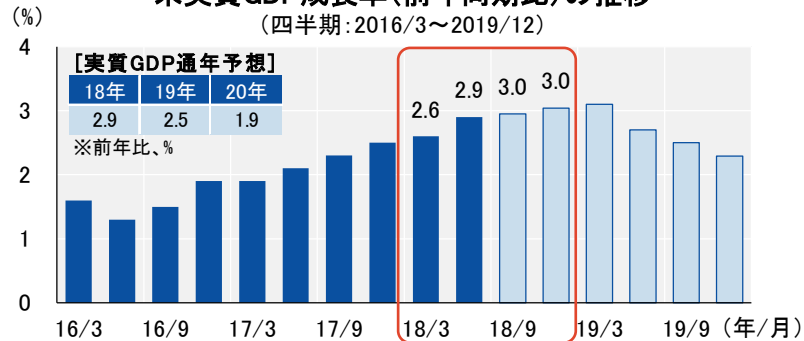
## 注目② 決算プレビュー ～米国



- 堅調な米景気および法人税減税による税負担の低下が、米主要500社の利益を押し上げへ
- 過去の決算発表で利益伸び率は事前予想から平均3.4ポイント上振れ、2018年7-9月期は25%増益程度の着地も

### 米実質GDP成長率(前年同期比)の推移

(四半期: 2016/3～2019/12)

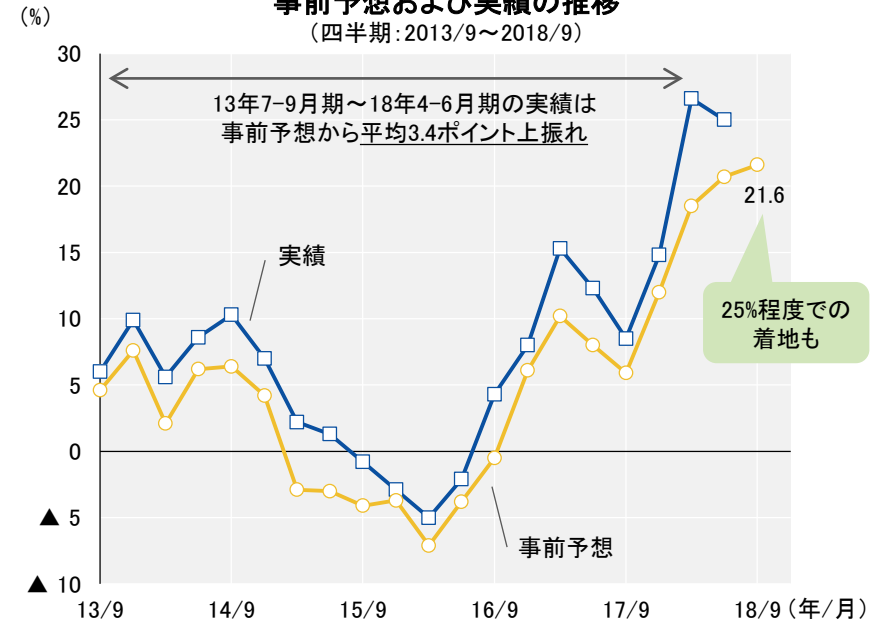


(注) 通年予想および2018/7-9月期以降は、9/28時点のブルームバーグ市場予想集計

出所:ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

### 米主要500社の利益伸び率(前年同期比)の事前予想および実績の推移

(四半期: 2013/9～2018/9)

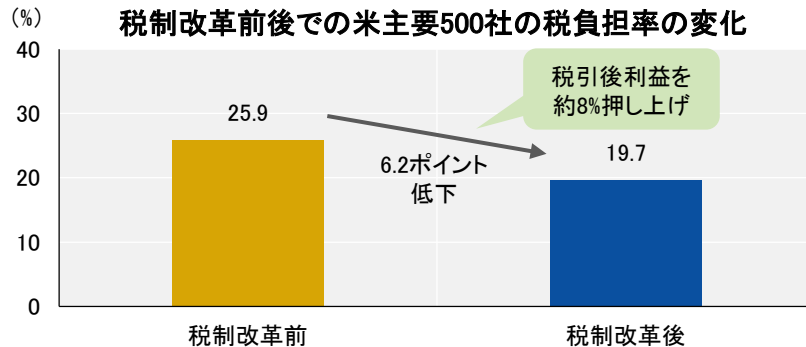


(注1) 実績は2018/6まで

(注2) 事前予想は各四半期末の翌日時点のトムソン・ロイター市場予想集計。ただし、2018年7-9月期予想は9/27時点

出所:トムソン・ロイターのデータよりみずほ証券作成

### 税制改革前後での米主要500社の税負担率の変化



(注1) 税負担率=法人税損益÷税引前利益×100

(注2) 税制改革前は各企業の4四半期前(2017年4-6月期が中心)のデータより算出、税制改革後は各企業の直近4四半期(2018年4-6月期が中心)のデータより算出

出所:ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

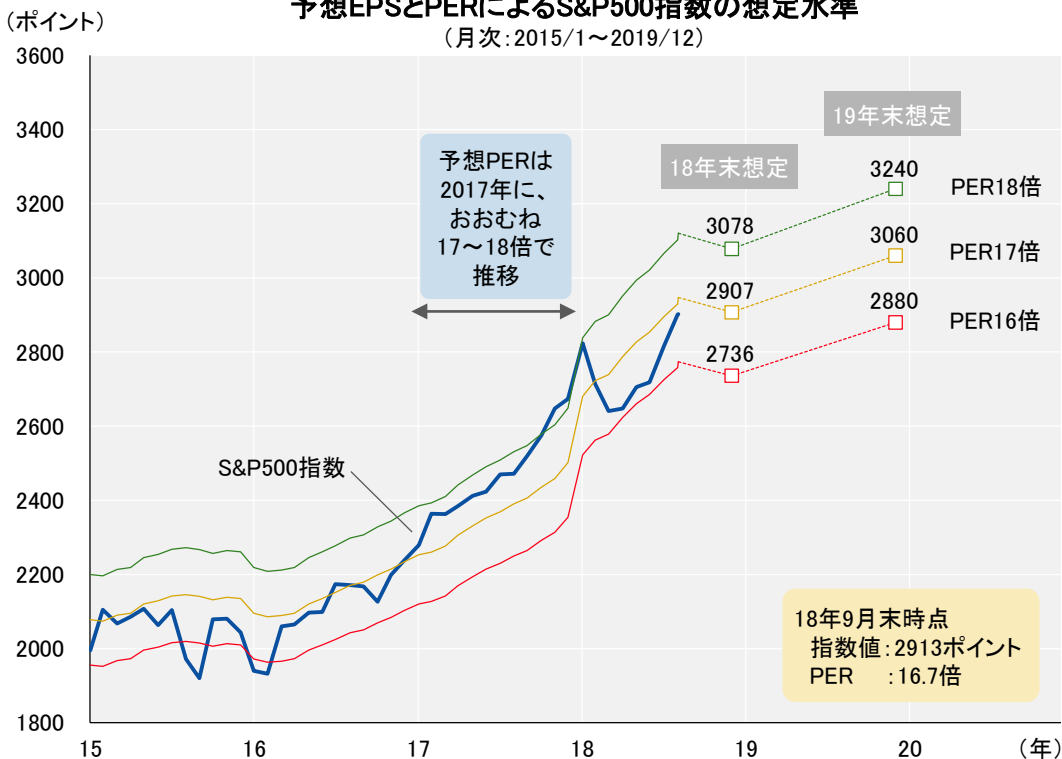
## 注目② 決算プレビュー ～米国



- 2018年末のS&P500指数は直近の予想PERレンジ上限の3000ポイント台(NYダウで28000ドル程度)への上昇を想定
- 19年のS&P500指数は3200ポイント台、NYダウは30000ドル台を視野に上昇しよう

### 予想EPSとPERによるS&P500指数の想定水準

(月次:2015/1~2019/12)



(注1) S&P500指数は18/9まで

(注2) PER16倍~18倍のデータは、S&P500指数の12ヵ月先予想EPS(ブルームバーグの市場予想集計)を16倍~18倍したもの。18/9まで

(注3) S&P500指数の18年末想定および19年末想定は、みずほ証券投資情報部の19年および20年予想EPS(8/1時点)を16倍~18倍したもの

出所: 各種資料よりみずほ証券作成

### S&P500指数およびNYダウの想定水準

#### [S&P500指数の想定]

		18年末想定	19年末想定	[NYダウの想定]	
12ヵ月先予想EPS(ドル)		171	180	—	—
PER	18倍	3078	3240	28010	29484
	17倍	2907	3060	26454	27846
	16倍	2736	2880	24898	26208

単位: ポイント

単位: ドル

#### [DS倍率(NYダウ÷S&P500指数)の推移]

(月次:2008/1~2018/9)



(注1) 上表の12ヵ月先予想EPSはみずほ証券投資情報部、8/1時点

(注2) 上表のNYダウの18年末想定および19年末想定は、S&P500指数の18年末および19年末想定に9/28時点のDS倍率9.1倍を乗じたもの

(注3) 下図の平均は、08/1~18/9の月次平均

出所: 各種資料よりみずほ証券作成

# 注目② 決算プレビュー ～日本

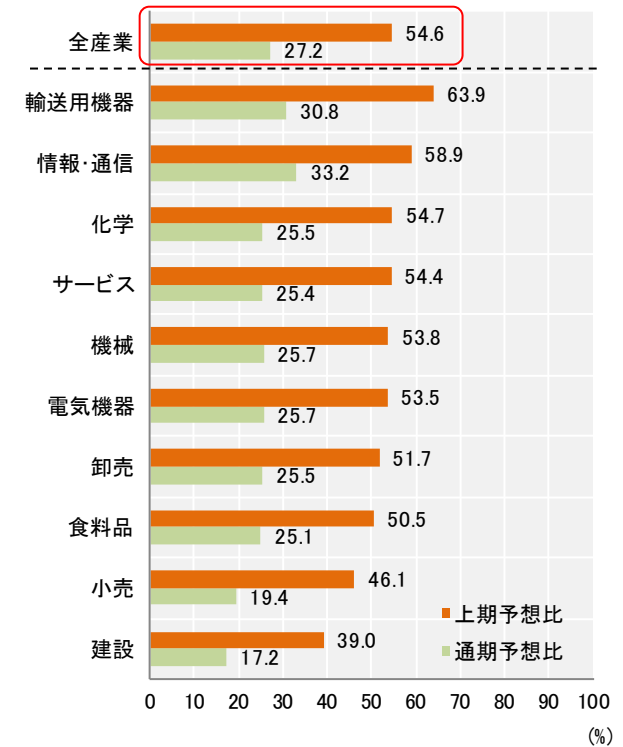


- Q1は前年同期比5.0%増収、15.0%経常増益→対して上期は会社予想で同3.9%増収、2.2%経常増益と小幅増収増益
- Q1の経常利益進ちょく率は対上期54.6%、対通期27.2%→上期、通期は進ちょくベースで各9%程度の上方修正余地

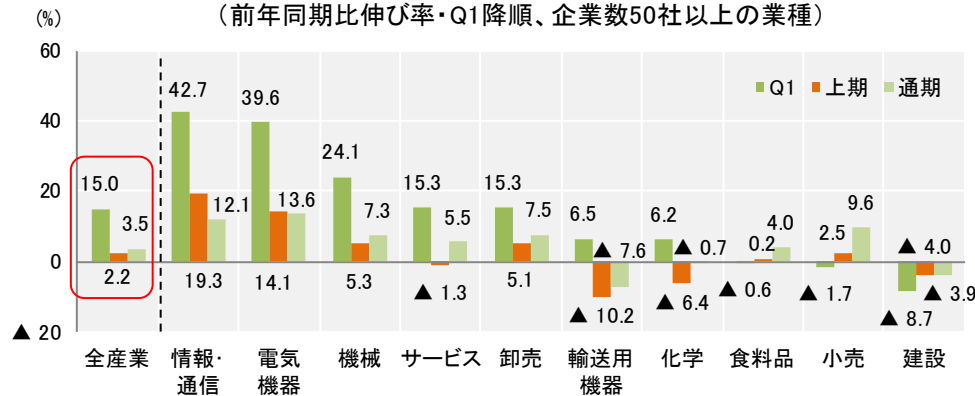
19/3期Q2累計(4-9月期)決算プレビュー  
(前年同期比伸び率、%)

項目	19/3期									
	通期 予想	従来 予想	上期 予想	従来 予想	Q1 実績	進ちょく率		Q2 予想	下期 予想	従来 予想
						対通期予想	対上期予想			
売上高	3.2	2.9	3.9	3.6	5.0	23.6	49.0	2.9	2.5	2.2
経常利益	3.5	2.8	2.2	1.5	15.0	27.2	54.6	▲9.9	4.8	4.1
純利益	▲1.5	▲2.0	2.0	1.3	12.2	27.3	55.1	▲8.2	▲4.8	▲5.0

[主要業種のQ1経常利益進ちょく率]  
(対上期予想・降順、企業数50社以上の業種)



[主要業種のQ1、上期予想、通期予想経常利益]  
(前年同期比伸び率・Q1降順、企業数50社以上の業種)



(注) 対象は17/3期より財務データが取得可能な東証1部3月決算企業(金融を除く)。予想は会社予想(未発表の場合は東洋経済新報社予想)。会計基準変更による影響は考慮せず。  
従来予想は18/6末時点。データは8/14時点。通期は4-3月、上期は4-9月、下期は10-3月、Q1は4-6月、Q2は7-9月  
出所: 各種資料よりみずほ証券作成

# 注目② 決算プレビュー ～日本



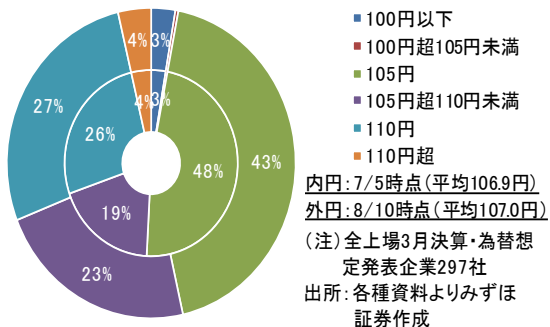
- 上期平均為替はドル円で110.3円と会社想定比約3円円安→経常増益率で予想比1～2ポイント程度の押し上げ要因に
- ユーロ円は129.9円と想定並み。原油は1バレル=68.7ドルと想定比約6%高い→全体には原燃料費増が収益圧迫要因に

## 為替・原油相場の実勢 (期中平均)

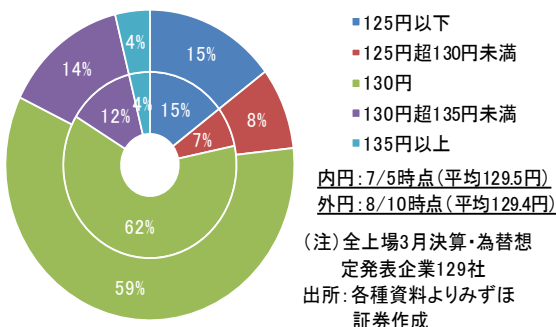
	19/3 通期	会社想定 8/10時点	19/3 上期	Q1	Q2
ドル円	110.3	107.0	110.3	109.2	111.5
(前年同期)	110.8	-	111.1	111.1	111.0
(前年同期比)	▲ 0.5	▲ 3.0	▲ 0.6	▲ 1.8	0.5
ユーロ円	129.9	129.4	129.9	130.1	129.7
(前年同期)	129.7	-	126.4	122.4	130.4
(前年同期比)	0.1	▲ 0.3	2.7	6.3	▲ 0.6
原油価格	68.7	64.6	68.7	67.9	69.4
(前年同期)	53.6	-	48.2	48.1	48.2
(前年同期比)	28.2	▲ 5.9	42.5	41.0	44.1

(注)原油はNY原油先物。単位は1ドル=円、1ユーロ=円、1バレル=ドル、%。  
 会社想定は発表企業平均(ドル円297社、ユーロ円129社、原油13社、  
 原油はドバイ、ブレント含む、前年同期比は実勢比)。データは9/28時点  
 出所:各種資料よりみずほ証券作成

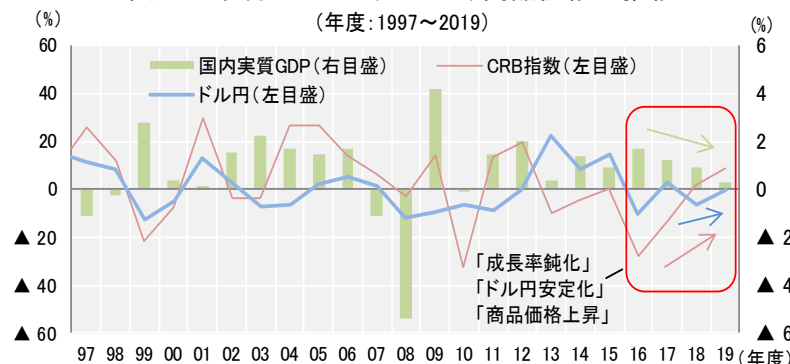
### 19/3期ドル円会社想定分布 (企業数・構成比)



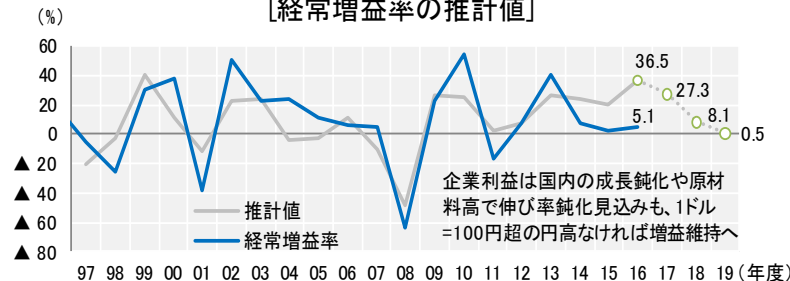
### 19/3期ユーロ円会社想定分布 (企業数・構成比)



## 国内企業利益とGDP、ドル円、商品価格の推移



## [経常増益率の推計値]



【重回帰式】  

$$\text{経常増益率} = (9.0 \times \text{国内GDP}) + (0.5 \times \text{ドル円}) + (\Delta 0.8 \times \text{CRB指数}) + 4.4 (\text{決定係数} 0.54)$$

(注) GDPは暦年・前年比(1年先行、18年度に19年、18年以降はIMF予想)。ドル円は暦年平均・前年比。CRB指数は暦年平均・前年比(1年遅行、18年度に17年)。経常増益率は東証1部3月決算(金融除く)・前年度比(推計値は97年～16年度の上記3項目との重回帰分析に基づく、18年度はドル円105円、19年度はドル円105円、CRB指数200ポイントとした場合の試算値)  
 出所:国際通貨基金(IMF)、ブルームバーグのデータ等よりみずほ証券作成

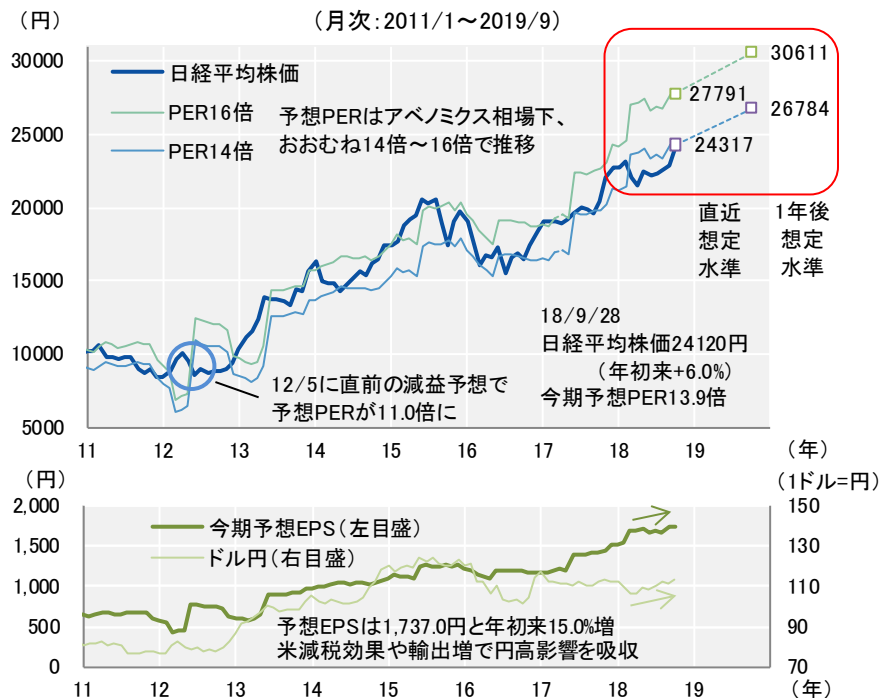


# 注目② 決算プレビュー ～日本



- 日経平均株価は9/28に一時1月高値を更新も、予想PERは13.9倍と当時の15倍台を下回る(予想EPSが年初来15.0%増)
- アベノミクス相場下の平均PERレンジは14倍～16倍。現状、下限の14倍で24300円台、中心の15倍で26000円台
- 9月中間決算は想定比円安と4-6月期に続く増収・増益維持で予想比上振れ、通期利益予想は3%～5%程度上方修正へ

予想PERによる日経平均株価の想定



(注) 2011/1～18/9の想定株価(PER14倍、16倍)は今期予想EPSに各PERを乗じたもの。今期予想EPSは日経平均株価を日本経済新聞社今期予想PERで除して算出。19/9(1年後)は来期予想EPS(東洋経済新報社今期予想EPS×6.8%増益予想)に各PERを乗じたもの

出所: 日経NEEDSおよびQUICKのデータ等よりみずほ証券作成

今・来期業績予想とPERによる株価想定

(日本経済新聞社予想、東洋経済新報社予想ベース)

	日経平均株価					
	日経 今期予想	東洋経済			今期試算 ①	今期試算 ②
		今期予想	来期予想	1年後		
売上高・前期比(%)		1.5	2.9	1ドル=100円前提		
経常利益・前期比(%)		6.0	7.4			
純利益・前期比(%)		▲1.7	6.8	▲10.0	▲15.0	
EPS(円)	1,737.0	1,791.0	1,913.2	1,639.9	1,548.8	
[指数想定・時期]	直近	直近	1年後	直近	直近	
PER17倍	29528	30446	32524	27879	26330	
PER16倍	27791	28655	30611	26239	24781	
PER15倍	26054	26864	28698	24599	23232	
PER14倍	24317	25073	26784	22959	21683	
PER13倍	22580	23282	24871	21319	20134	
PER12倍	20843	21491	22958	19679	18586	

(注) 業績は指数採用銘柄。今期は実績期の次期、来期は今期の次期。指数想定は各1株当たり利益(EPS)に株価収益率(PER)を乗じたもの。試算①は今期予想が1ドル=100円前提で前期比10%減益、②はさらに米自動車関税引き上げで同15%減益の場合。9/28時点出所: 日経NEEDSおよびQUICKのデータよりみずほ証券作成

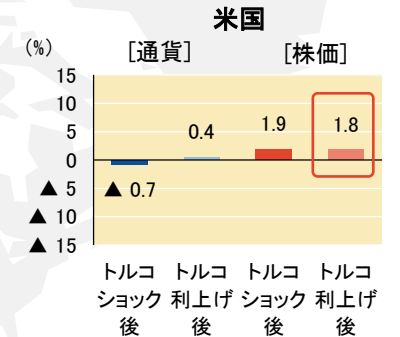
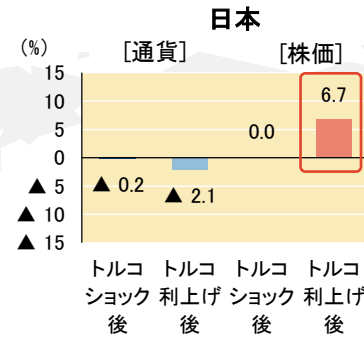
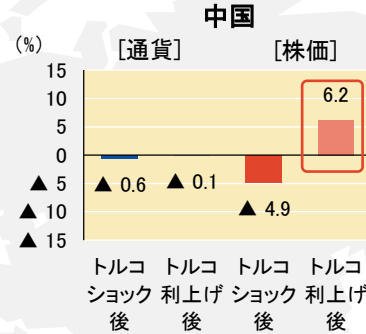
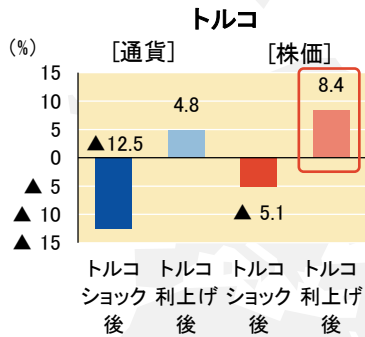
- リスクシナリオとしては、①中国景気失速&1ドル=100円で今期10%減益、②さらに今後の日米貿易協議不調で米自動車関税引き上げが実現に向かえば今期15%減益想定
- ①、②の場合、日経平均株価20000円割れリスクを意識も

## 注目ポイント③

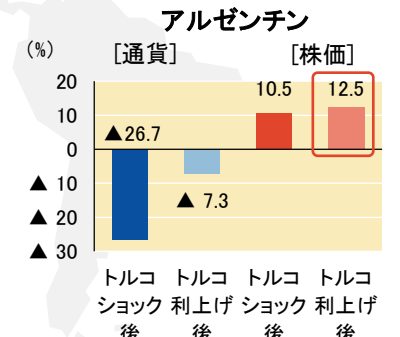
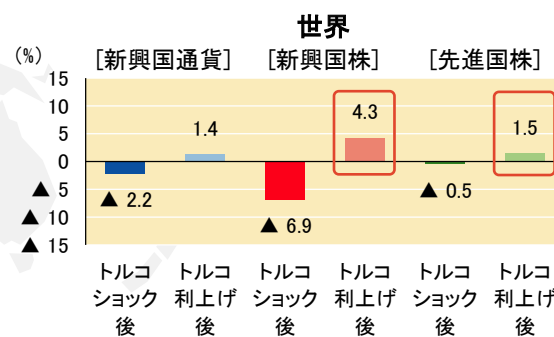
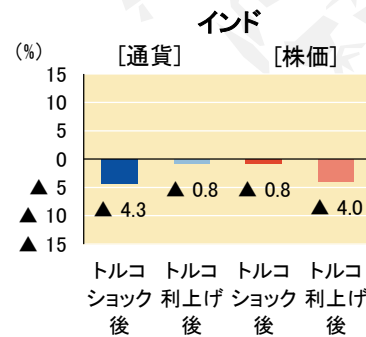
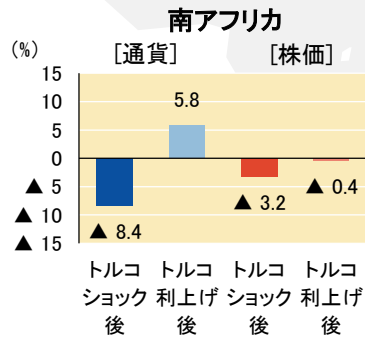
トルコ大幅利上げで新興国不安一服、今後の行方は？

# 注目③ 新興国市場 ～トルコショック後、トルコ利上げ後

各国通貨の対米ドル為替レートおよび株価指数の騰落率  
 (トルコショック後:8/9→9/12、トルコ利上げ後:9/12→9/28)  
 ※南アフリカの通貨のトルコショック後のみ8/8→9/12



※通貨は米インターコンチネンタル取引所が算出するドル・インデックス



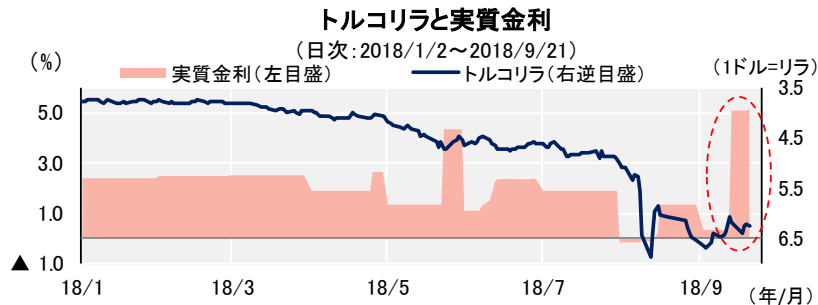
(注1) 新興国通貨は、MSCIエマージング・マーケット・カレンシー・インデックス

(注2) 株価は以下の通り。トルコ: イスタンブール100指数、中国: 上海総合指数、日本: 日経平均株価、米国: NYダウ、南アフリカ: FTSE/JSE アフリカ 全株指数、インド: センセックス指数、アルゼンチン: メルバル指数、新興国: MSCIエマージング・マーケット・インデックス、先進国: MSCIワールド・インデックス

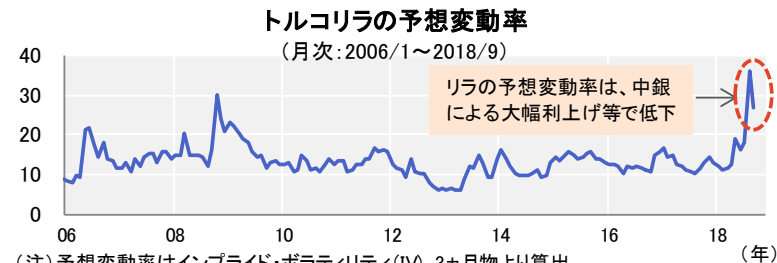
(注3) MSCIワールド・インデックス、MSCIエマージング・マーケット・インデックス、MSCIエマージング・マーケット・カレンシー・インデックスは、MSCI Inc.が公表している指数で、当指数に関する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCI Inc.に属しており、また、MSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています

出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

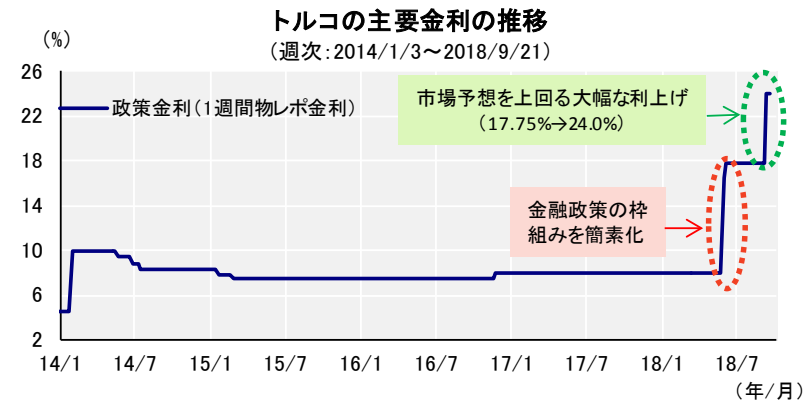
# 注目③ 新興国市場 ～トルコ



(注) 実質金利=短期市場金利-消費者物価(前年比)、9月CPIはみずほ証券予想



(注) 予想変動率はインプライド・ボラティリティ(IV)、3カ月物より算出  
直近値は2018/9/24時点



出所: CEIC、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

## トルコリラ急落の主な要因

～複数の懸念がリラ売り材料に～

高インフレ

8月: 前年比+17.9%

大幅な  
経常赤字

2017年: ▲5.5%(対GDP比)

対米関係  
の悪化

中銀の独立性  
への懸念

リラ急落の影響が欧州  
や他新興国へ伝播?

ユーロや新興国通貨  
(南アランド等)の  
下落は一時的

## 中銀や政府による対応

政策金利を大幅に引き上げ

実質金利は大幅にプラスに

スワップ規制を導入

投機的なリラ売りを抑制

財政規律を維持

景気減速や財政規律維持により  
経常収支が改善へ

リラは下げ渋りの展開

## 今後の焦点は?

- ✓ 米国人牧師の釈放の有無
- ✓ 銀行や企業の対外債務負担増への懸念
- ✓ エルドアン大統領による利上げけん制発言

出所: 各種資料よりみずほ証券作成

# 注目③ 新興国市場 ～トルコ

## 今後のトルコリラのシナリオ

### 中銀による政策

トルコ中銀による  
大幅な利上げを実施

9/13 トルコ中銀金融政策委員会  
主要政策金利(1週間レポレート)  
17.75%⇒24.00%

- ①実質金利は大幅プラスに
- ②緩やかな資金流入期待
- ③通貨安定でインフレ期待鎮静化

### 対米関係

シナリオA(確率:△)  
対米関係⇒改善

米国人牧師の釈放  
米国による対トルコ制裁の解除

リラの反発  
(リラ円の想定:  
22円～26円)

シナリオB(確率:○)  
対米関係⇒小康状態

米国人牧師釈放せず  
米国はトルコに追加制裁を実施せず

レンジ推移  
(リラ円の想定:  
14円～22円)

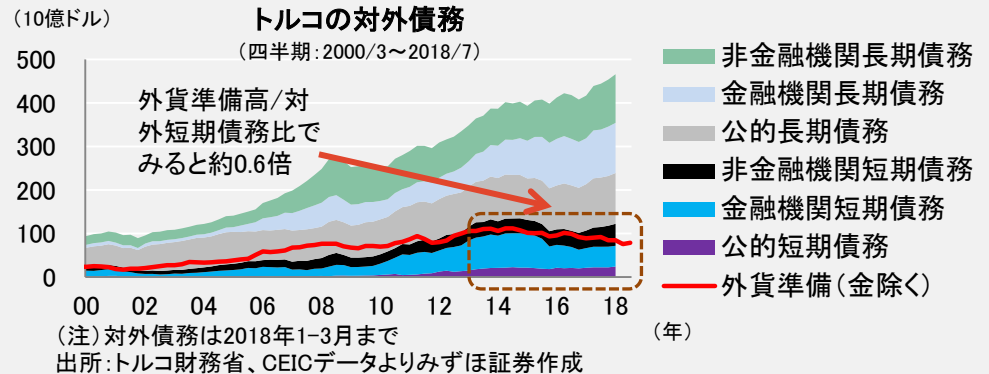
シナリオC(確率:△)  
対米関係⇒悪化

米国人牧師釈放せず  
米国による大規模な対トルコ制裁を実施

リラ安継続  
(リラ円の想定:  
11円～14円)

### 対外債務懸念

- ✓トルコの対外債務(右図)は増加基調が継続
- ✓リラ安により銀行や企業によるドル建て債務返済の負担増が懸念されている
- ✓トルコ中銀は対外短期債務の6割程度しか外貨準備がなく、金融危機の際に十分支援できないリスクも



(注)○:高い、△:中くらい。確率および政策金利の想定はみずほ証券投資情報部の判断 出所:各種資料よりみずほ証券作成

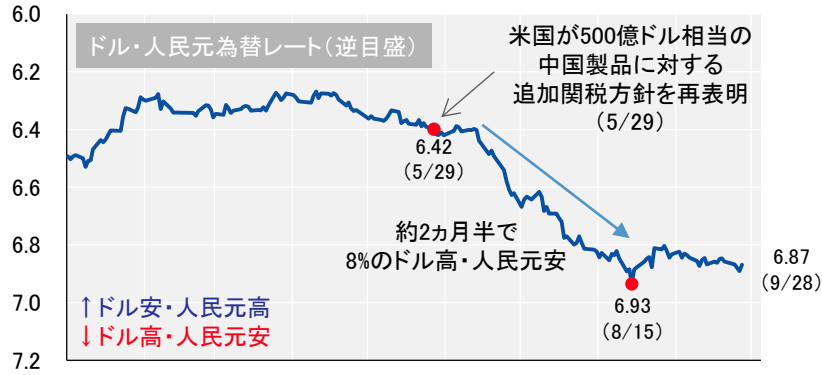
# 注目③ 新興国市場 ～中国

- 米中貿易戦争、中国景気減速、米利上げによる資金流出懸念から、人民元安・株安が進展
- 中国政府は、減税やインフラ投資等の景気刺激策で景気悪化に歯止めをかける構え

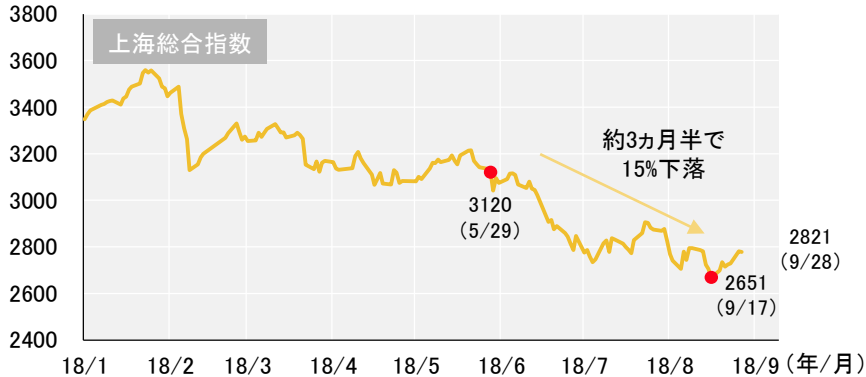
中国人民元と上海総合指数の推移

(1ドル=人民元)

(日次:2018/1/2~2018/9/28)

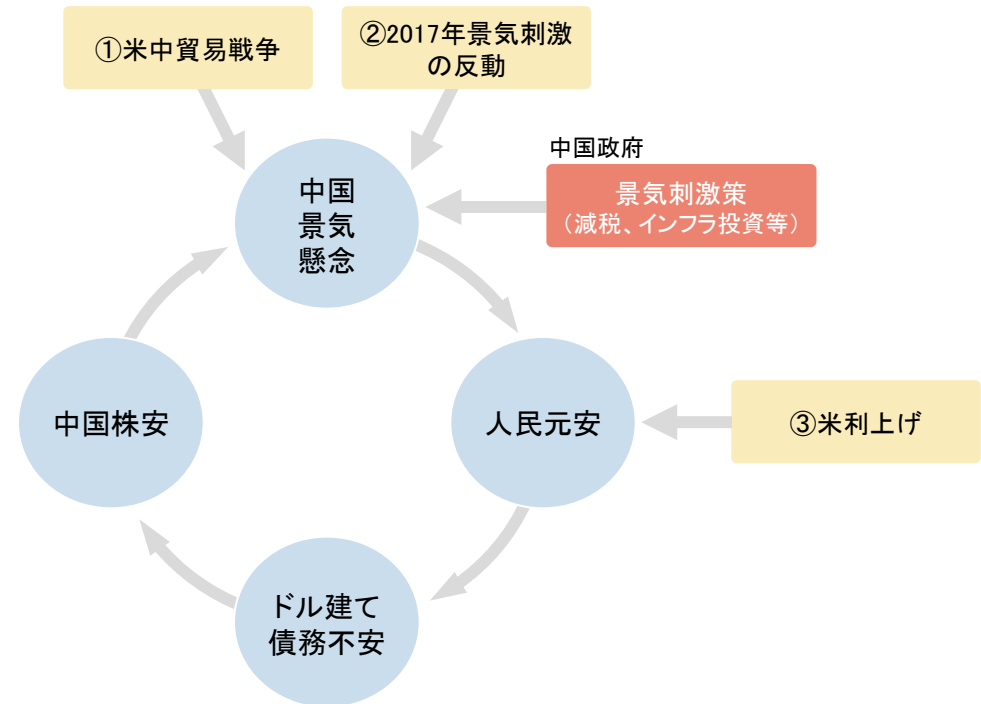


(ポイント)



出所:各種資料よりみずほ証券作成

中国の通貨安・株安の背景

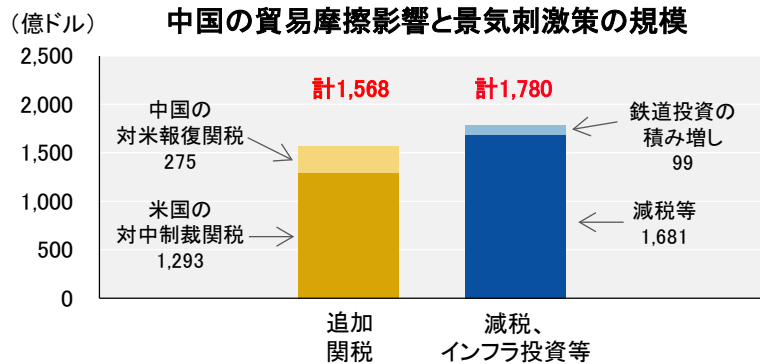


- ① 米中貿易戦争による対米輸出低迷への懸念
- ② 2017年10月の共産党大会前の景気刺激の反動による景気減速
- ③ 米利上げによる中国からの資金流出懸念

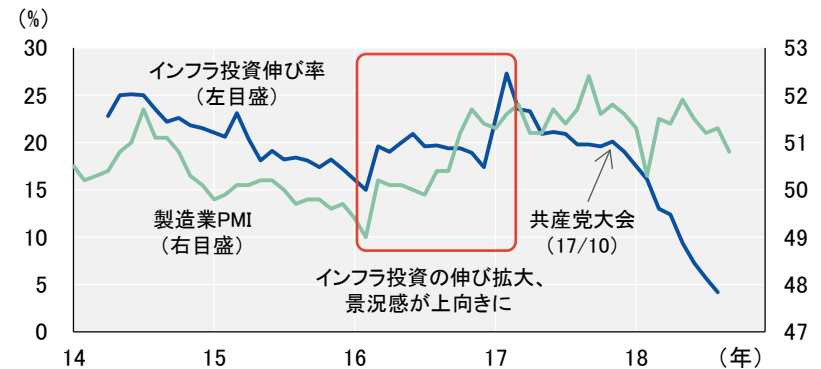
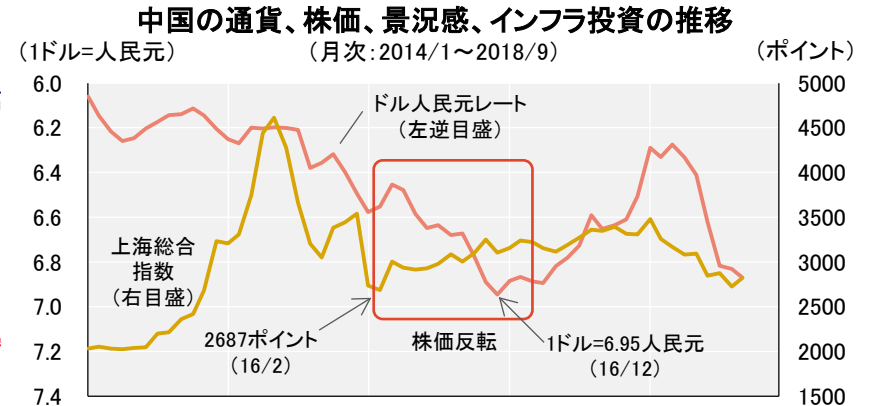
出所:各種資料よりみずほ証券作成

# 注目③ 新興国市場 ～中国

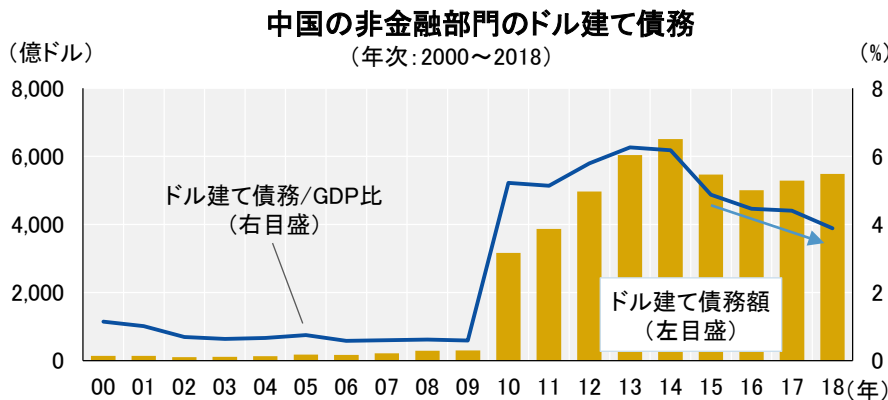
- 中国政府の景気刺激策は米中追加関税を上回る規模、非金融部門のドル建て債務/GDP比は低下基調
- 2016年に中国政府のインフラ投資拡大で景況感が改善し、上海総合指数は反発、16年末に人民元が底打ち



(注)米国の対中制裁関税は5,170億ドル相当の中国製品に25%の追加関税、中国の対米報復関税は1,100億ドル相当の米国製品に25%の追加関税を課したと想定  
各種資料よりみずほ証券作成



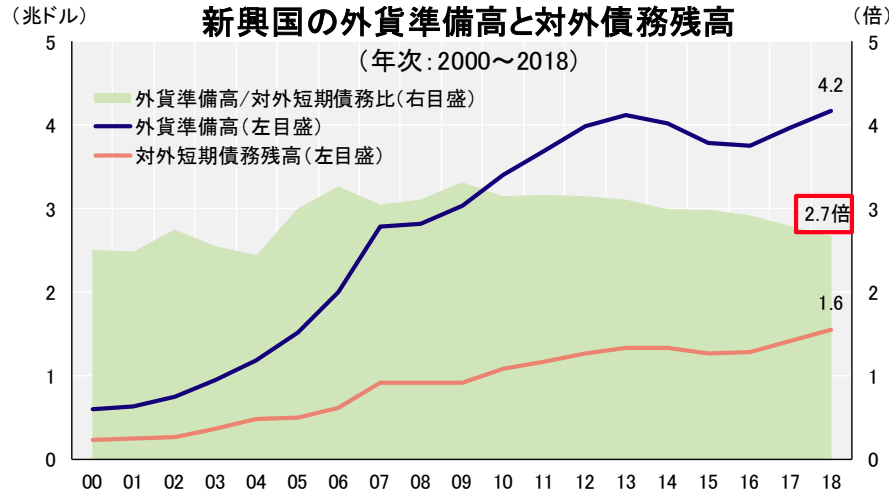
(注)下図のインフラ投資伸び率は年初来累計額の前年同期比、14/4~18/8  
各種資料よりみずほ証券作成



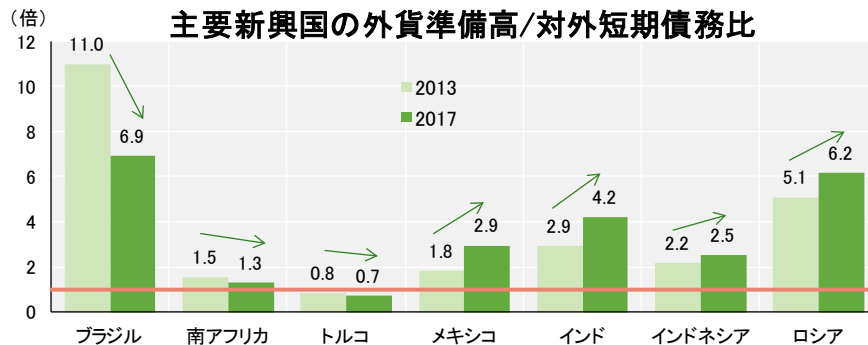
(注)2018年のドル建て債務額は3月時点。また、18年のドル建て債務/GDP比は、国際通貨基金 (IMF)の18年予想GDP(18年4月時点)より算出  
出所:国際決済銀行(BIS)およびIMFのデータよりみずほ証券作成

# 注目③ 新興国市場 ～全体評価・見通し

- 新興国の外貨準備高は着実に積み上がっており、新興国の経済の耐性を示す指標も総じて改善方向にある
- このため、一部の国の問題が新興国全体に伝播する可能性は低く、今後は徐々に持ち直しに転じていくと予想



(注) 主要新興国41カ国の合計、年末値ベース、2018年は4~7月時点の数値で計算 (年)  
 出所: 国際金融協会 (IIF) のデータよりみずほ証券作成



(注) IMFによれば外貨準備高は対外短期債務の1倍以上が妥当水準とされている  
 出所: 国際金融協会 (IIF)、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

主要新興国の経済の耐性を示す指標 (2017年)

項目	経常収支 GDP比 (%)	財政収支 GDP比 (%)	対外債務 GDP比	インフレ率 (前年比、%)	外貨準備/輸入比 (ヵ月)	外貨準備/対外短期債務比 (倍)
ブラジル	▲ 0.5	▲ 8.9	32.6	3.5	29.8	6.9
中国	1.3	▲ 3.7	14.0	1.6	20.4	4.2
インド	▲ 1.5	▲ 3.7	22.4	3.3	10.4	4.3
インドネシア	▲ 1.7	▲ 2.9	34.8	3.8	9.5	2.6
メキシコ	▲ 1.7	▲ 1.1	37.9	6.0	4.9	2.9
ロシア	2.2	▲ 1.7	32.9	3.7	18.3	6.3
南アフリカ	▲ 2.4	▲ 4.4	49.6	5.3	6.2	1.4
トルコ	▲ 5.3	▲ 2.0	53.4	11.1	4.3	0.7
平均値	▲ 1.2	▲ 3.5	34.7	4.8	13.0	3.7
2013年平均値	▲ 2.6	▲ 2.7	29.5	6.1	10.9	3.7

(注) インフレ率は年間平均値、2013年平均値の中国の対外債務は14年の数値、17年インドの財政収支は16年度の数値、17年の数値には一部にIMFによる推計値を含む、外貨準備/輸入比の輸入額は月当たりの平均値。赤丸は8カ国中で最も数値が良好な国  
 出所: 国際通貨基金 (IMF)、国際金融協会 (IIF)、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

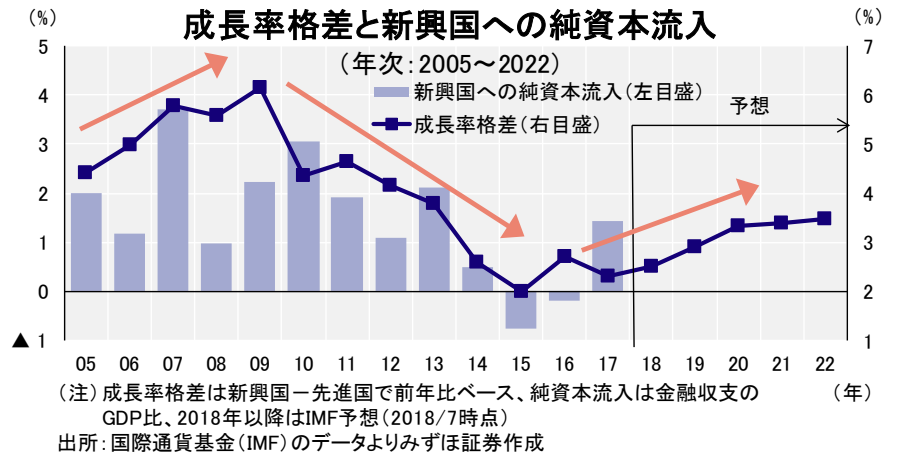
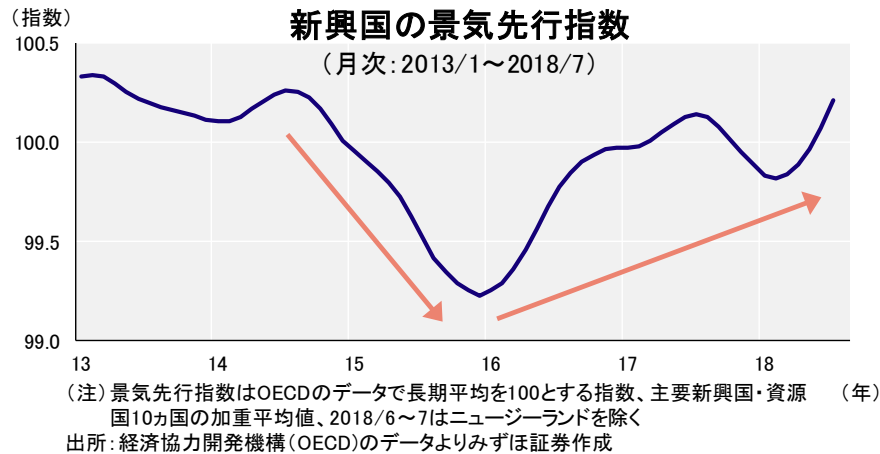
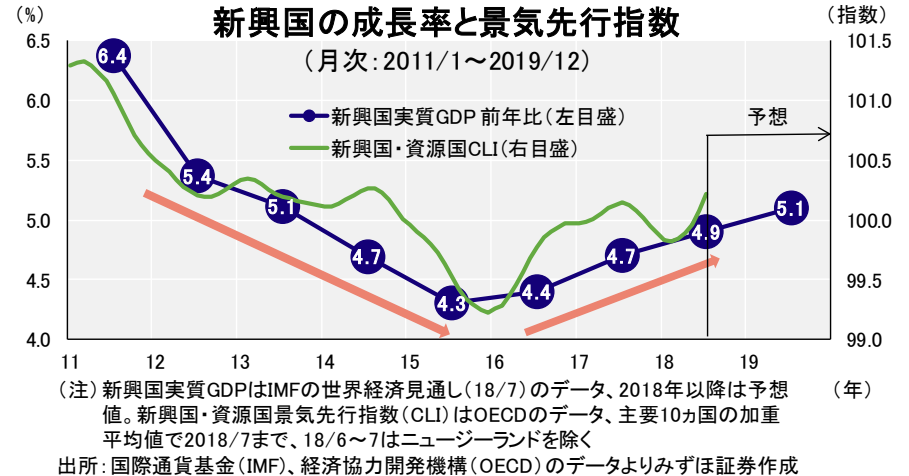
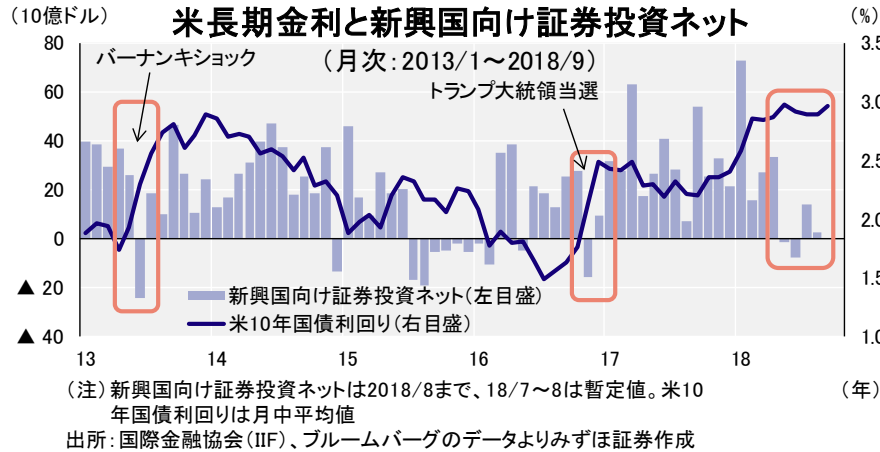
経済の耐性を示す指標は総じて改善



# 注目③ 新興国市場 ～全体評価・見通し



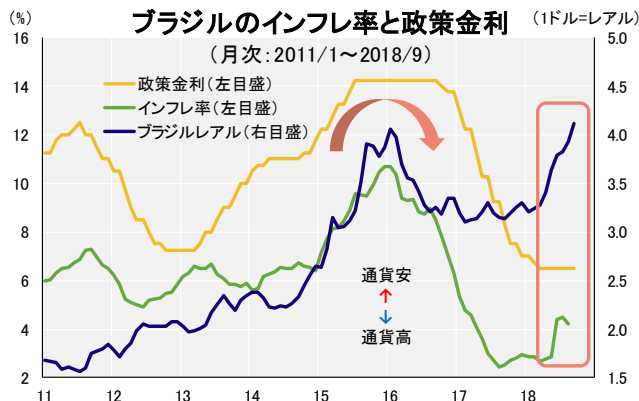
- 過去、バーナンキショック時等、米金利急騰場面で新興国からの資金流出がみられたが、いずれも一時的
- 新興国の景気は足元で拡大局面にあり、今後も先進国との成長率格差は拡大していく見通し
- 成長率格差の拡大を背景に、新興国への基調的な資本流入は今後も継続すると予想



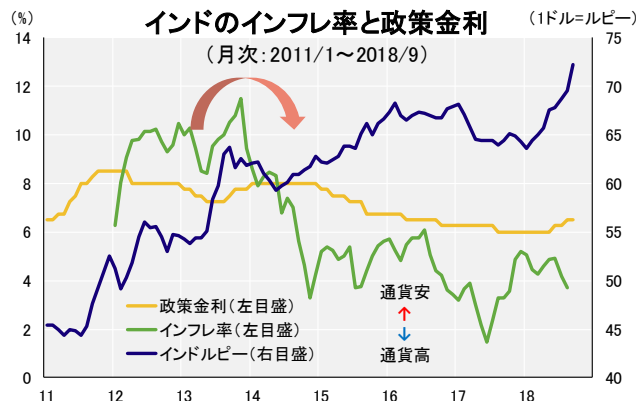
# 注目② 新興国通貨の見通し～インフレ率



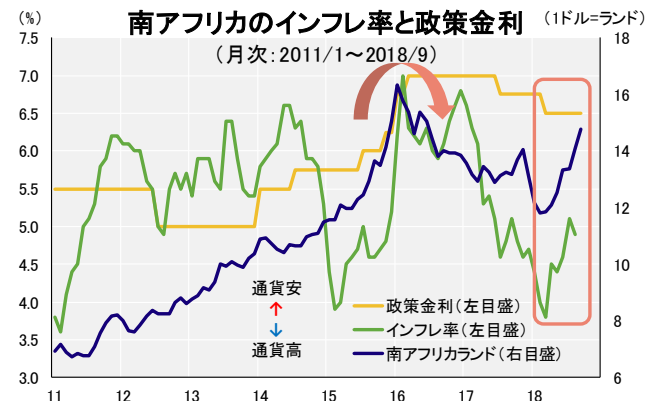
- インフレ率の加速は相対的な購買力の低下や実質金利の低下等を通じて通貨安要因になる
- 積極的な金融引き締めにより高インフレが抑制できれば、為替相場はその後に持ち直しに転じる傾向
- 足元、トルコのインフレ率は高騰しているが、中銀は大幅利上げを実施



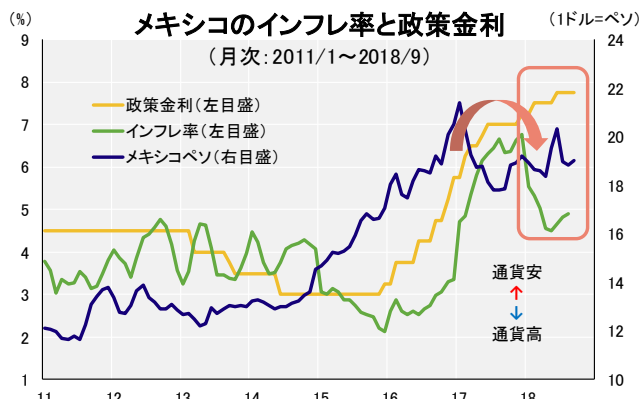
(注) 為替相場と政策金利は2018/9/28時点まで、インフレ率は18/8まで  
出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成



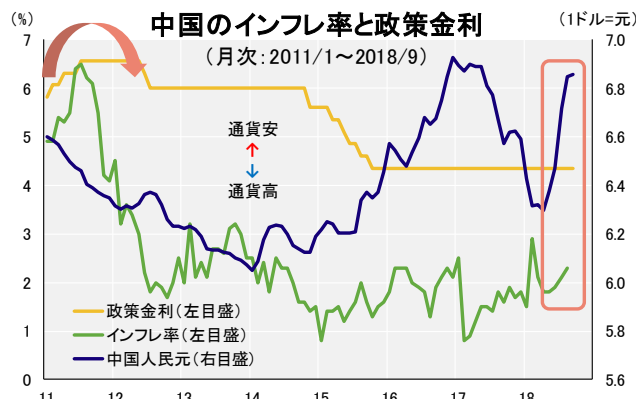
(注) 為替相場と政策金利は2018/9/28時点まで、インフレ率は18/8まで  
出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成



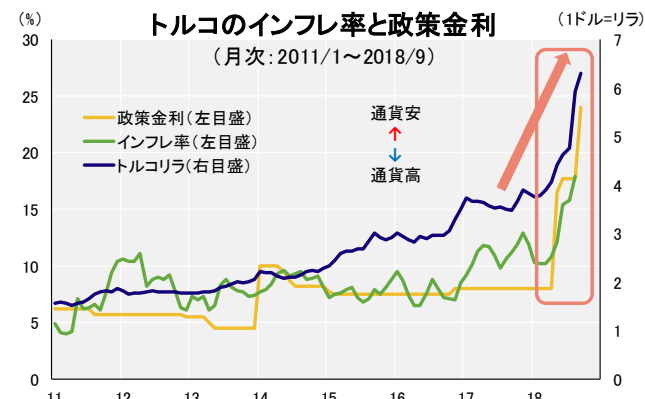
(注) 為替相場と政策金利は2018/9/28時点まで、インフレ率は18/8まで  
出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成



(注) 為替相場と政策金利は2018/9/28時点まで、インフレ率は18/8まで  
出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成



(注) 為替相場と政策金利は2018/9/28時点まで、インフレ率は18/8まで  
出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成



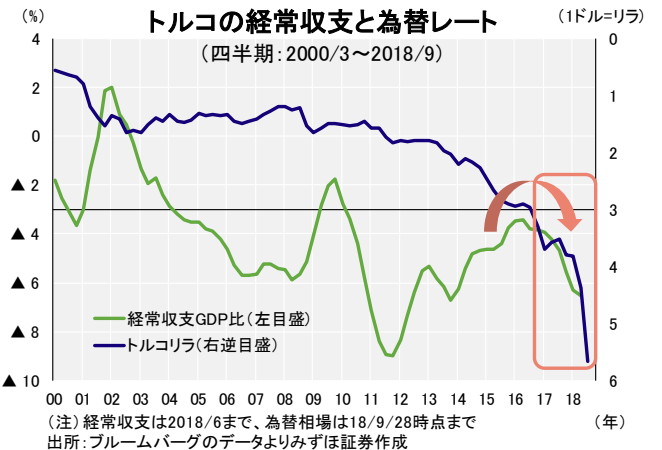
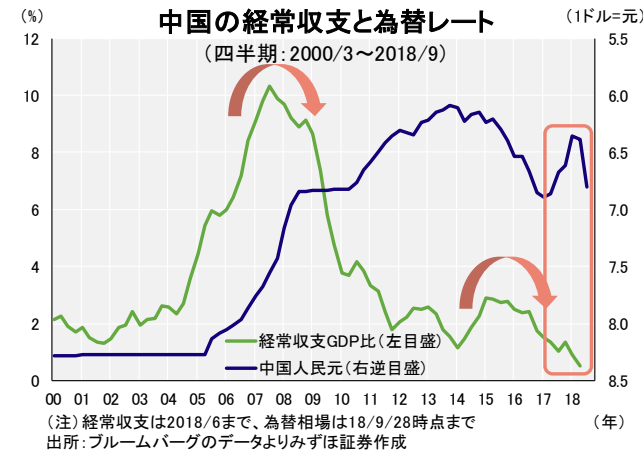
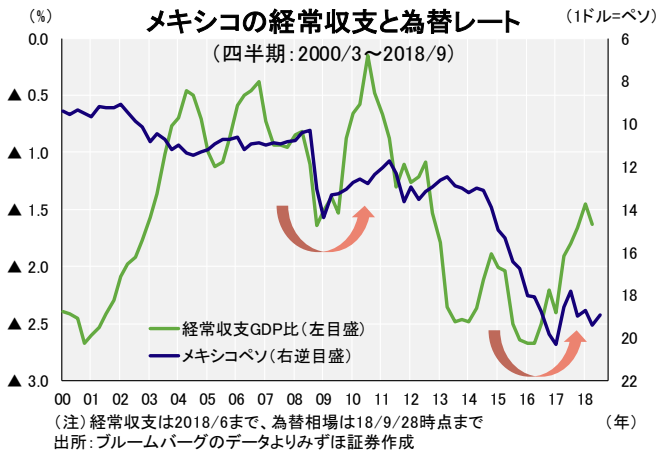
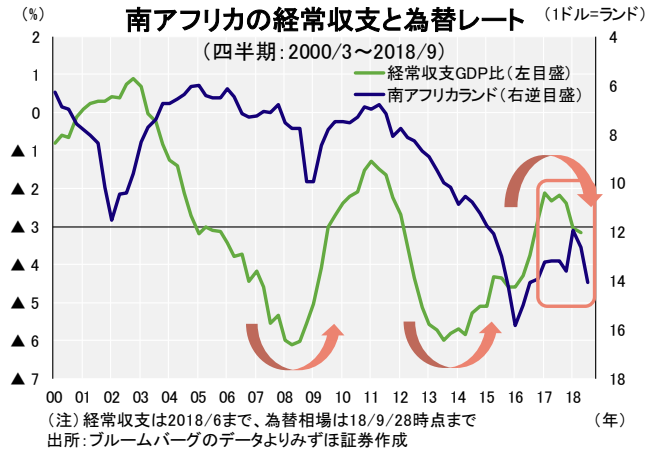
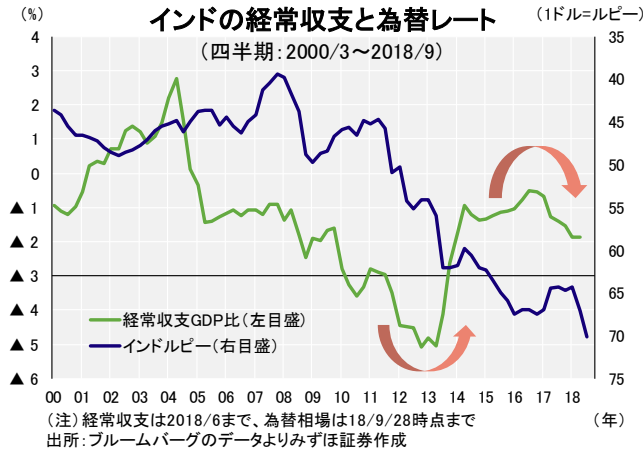
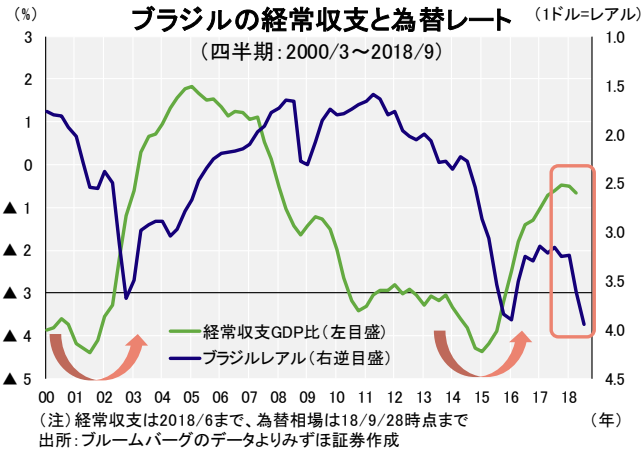
(注) 為替相場と政策金利は2018/9/28時点まで、インフレ率は18/8まで  
出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

# 注目② 新興国通貨の見通し～経常収支

※経常収支は他国との貿易・サービス取引や投資収益等の受け取り・利払い等にもなって生じた受け取りと支払いの差額を指す



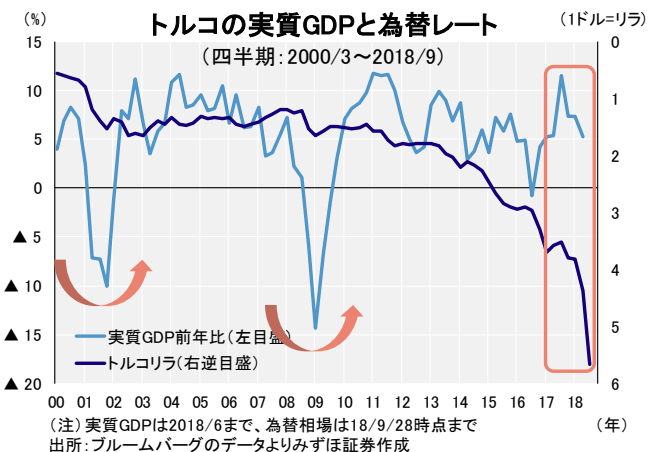
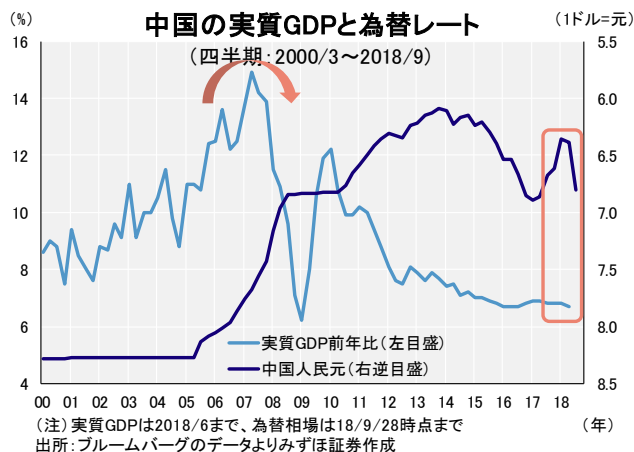
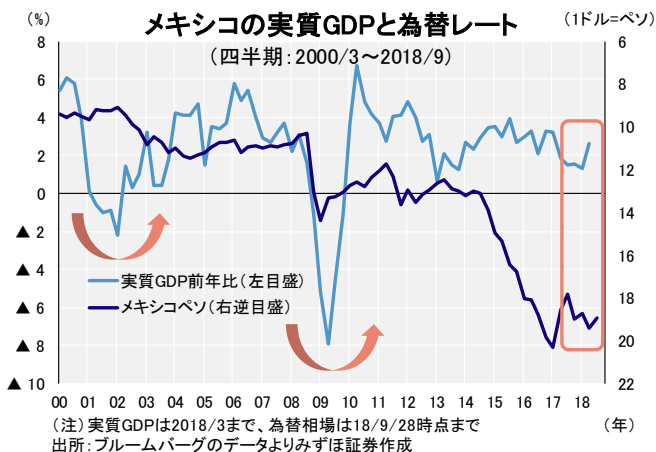
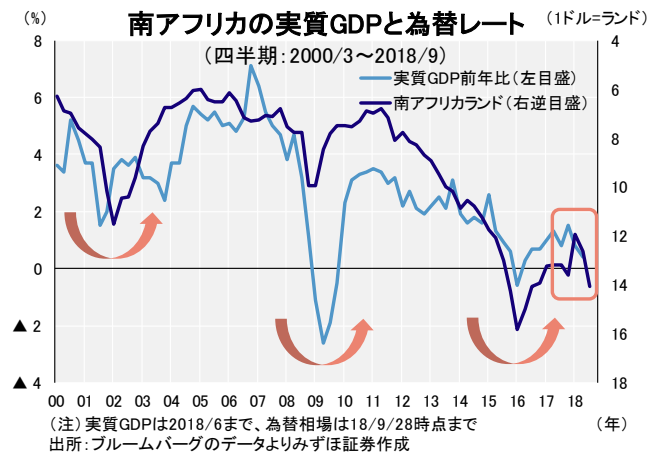
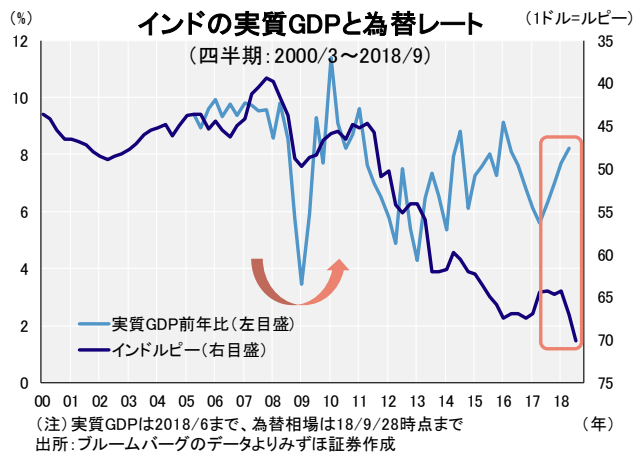
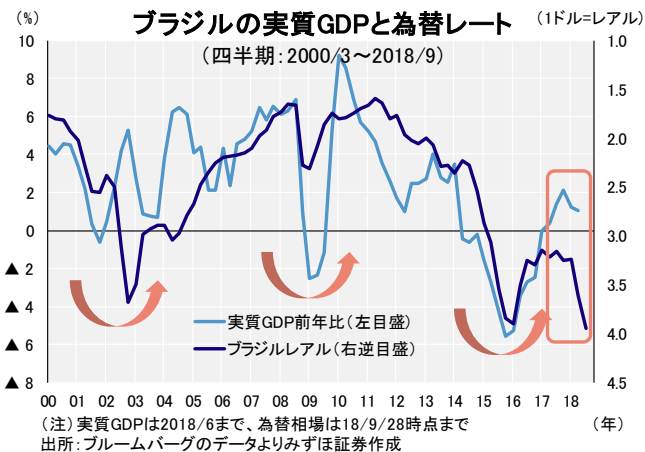
- 経常収支の悪化は、フローの需給だけでなく対外債務の支払いに対するぜい弱性の面からも通貨安要因に
- 経常赤字がGDP比▲3%を下回る場面で通貨安が加速、改善に向かうと持ち直す傾向がみられる
- トルコは足元で経常収支のGDP比が▲6%台と大きいうえ、悪化方向にあることが重しになっている



# 注目② 新興国通貨の見通し～実質GDP成長率



- 実質GDP成長率との関係を見ると、大幅な景気減速時に通貨安が進むが、景気の持ち直しとともに反発する動き
- 高成長が期待される一方で通貨安が進んでいる国については、今後は為替相場の持ち直しが期待される
- トルコは今後の成長減速が予想されるなか、大幅な通貨安となっているが、見直し改善時には見直しの可能性も



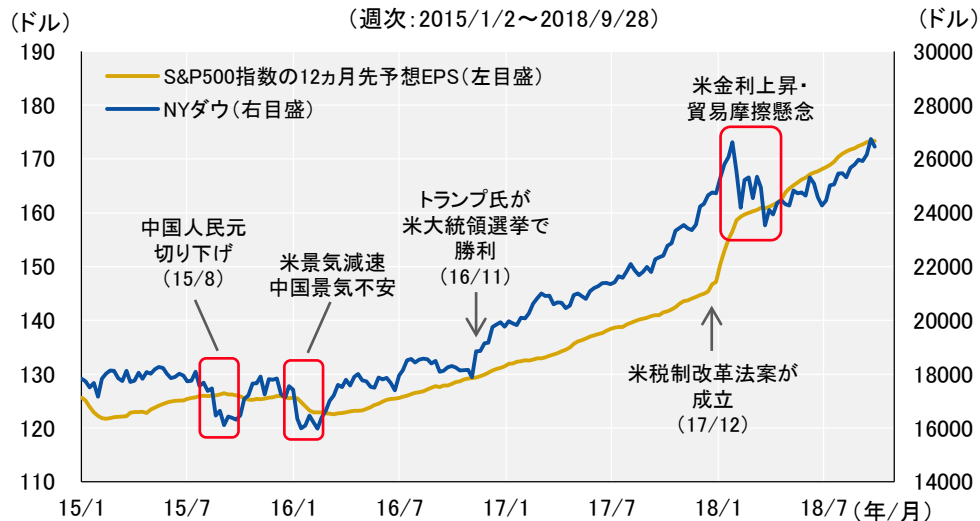
---

# 米国株見直し



➤ 米国株は景気および企業業績の堅調推移や政策期待を背景に上昇基調を維持、NYダウは2019年央に29000ドルへ

## 米国の企業利益および株価の推移



(注) 予想EPSはブルームバーグの市場予想集計  
出所: 各種資料よりみずほ証券作成

## NYダウの予想レンジ

9/28時点	2018年		2019年	
	10～12月	1月～3月	4月～6月	7～9月
26458	24500～28000	25500～29000	25500～29500	25500～29500
	➡	➡	➡	➡

(注) 単位はドル。予想はみずほ証券投資情報部、10/1時点。矢印は前四半期との比較イメージ  
出所: みずほ証券作成

### 【見通し】

- ✓ 米国株は、減税による米景気および企業業績の堅調推移、インフラ投資等の政策期待を背景に上昇基調を維持しよう
- ✓ 11月中間選挙で、共和党は上院の多数党を維持する見込みで、政治的混乱につながる大統領弾劾の可能性は低い
- ✓ NYダウは2018年末に27500ドル、19年央に29000ドルに上昇へ

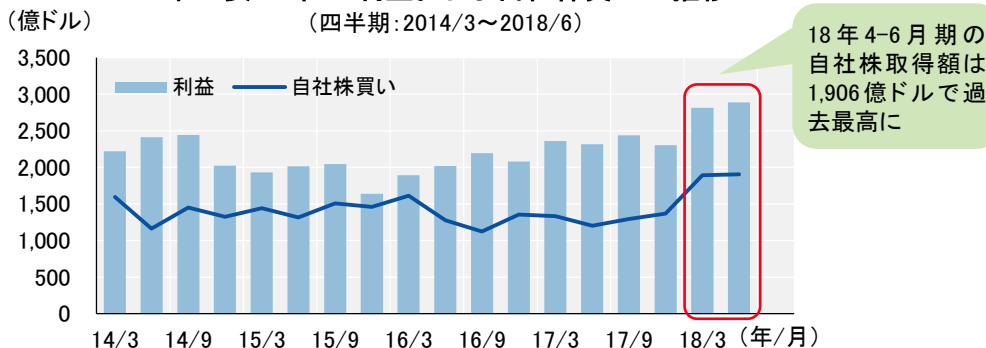
### 【ポイント】

- ① 企業業績は好調。18年7-9月期、18年通年とも2割増益予想
- ② 消費者および企業マインドは良好⇒消費、設備投資増が継続へ
- ③ 好業績、海外からの資金還流で高水準の自社株買いが続こう

### 【リスク】

- ① 米中貿易摩擦の激化による世界貿易・成長の停滞
- ② 輸入関税や原油高による物価・金利上昇の加速
- ③ 中間選挙で民主党が大勝⇒大統領弾劾による政治的混乱

## 米主要500社の利益および自社株買いの推移

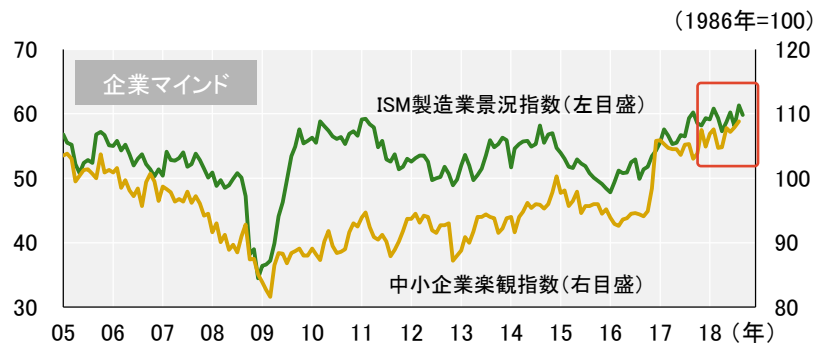
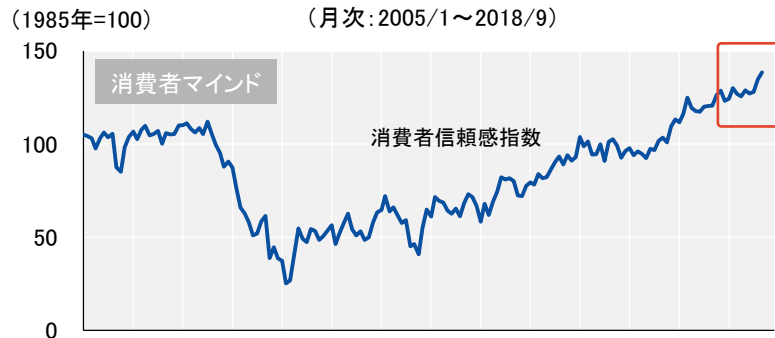


出所: S&P ダウ・インデックスのデータよりみずほ証券作成



➤ 消費者および企業マインドは良好、好調な個人消費と設備投資が米景気拡大を引き続きけん引する見込み

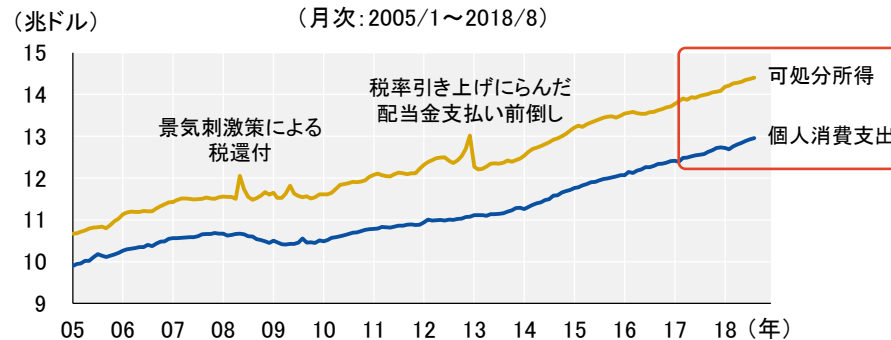
## 米国の消費者および企業マインドの推移



9月消費者信頼感指数は2000年9月以来の高水準、8月中小企業楽観指数は過去最高、9月製造業PMIは59.8と60近辺を維持  
⇒消費者および企業マインドは良好

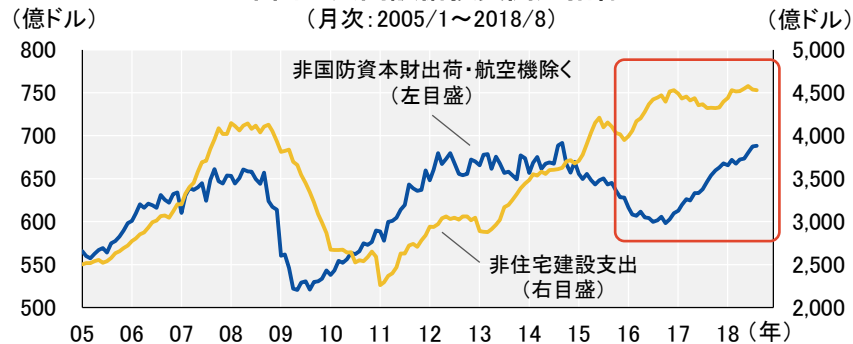
(注) 下図の中小企業楽観指数は18/8まで  
出所: 各種資料よりみずほ証券作成

## 米国の可処分所得と個人消費支出の推移



(注) データは年換算、実質  
出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

## 米国の民間設備投資関連指標



- ✓ 非国防資本財出荷・航空機除く ⇒ 機械等の設備投資の動向を示す
- ✓ 民間非住宅建設支出 ⇒ 建物等の設備投資の動向を示す

(注) 非住宅建設支出のデータは年換算  
出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成



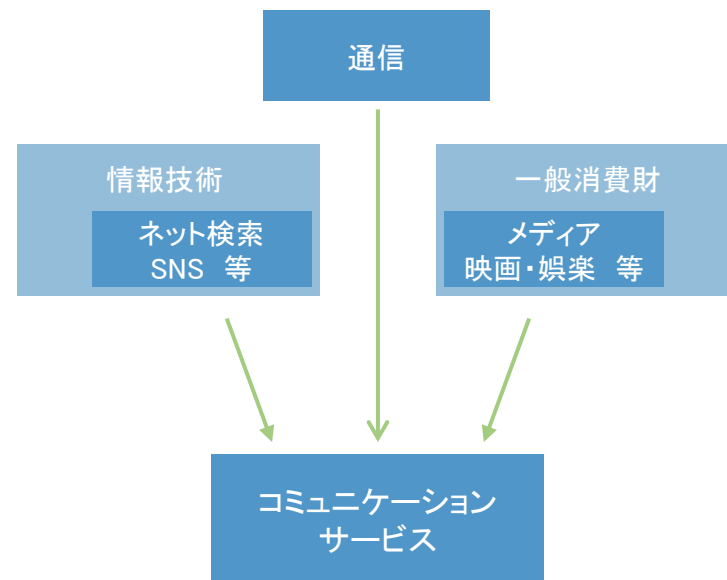
➤ 新技術や新薬の開発、新興国展開で成長が見込まれるヘルスケアを強気判断に引き上げ

## セクター判断

判断	セクター	ポイント
強気	情報技術	IT投資は好調が継続。クラウドによるソフトウェアおよびプラットフォームの利用拡大、サイバーセキュリティ対策の強化、人工知能(AI)技術の利用拡大、データセンタの増強等により高成長が続く見込み。
	一般消費財	米雇用環境の改善、資産価格の上昇等を背景に消費者マインドは好調。消費は堅調な推移が続く見込み。短期的には、ハリケーン「フローレンス」の被害からの復興需要が見込まれる。
	ヘルスケア	医療機器メーカーは、新技術の開発および新興国展開により成長期待が大きい。また、製薬・バイオ医薬大手の一部は、2019年前半にかけて大型の新薬候補の開発進展が期待される。
	コミュニケーションサービス	19年の世界の広告関連支出よりは過去10年平均よりも高い伸びが継続し、良好な状況が維持される見込み。また、通信会社は競争価格が一巡し、サービス価格が安定して推移している。
中立	資本財	米国の設備投資は堅調。貿易摩擦の影響は価格転嫁および供給網見直しで対応できている企業が多い。
	エネルギー	主要産油国は18年9月の会合で増産を見送り、原油価格が高値圏を維持する可能性がある。
	金融	大手金融機関を対象とするボルカー・ルールの見直しが検討されている。法案化されれば、金融機関の業績拡大が期待される。
	生活必需品	景気の局面が変化しても安定した業績推移が期待されている銘柄が多い。また、米国の消費は堅調で、値上げに踏み切るメーカーが増えている。
弱気	不動産	長期金利の上昇にともなう物件調達コストの上昇および配当利回り妙味の低下が懸念される。
	公益	長期金利が上昇すれば、配当利回り妙味の低下が株価の重荷になりやすい。
	素材	米国内では工業用素材等に対する需要は堅調だが、欧州や中国等の製造業に減速感がみられる。

(注)9/28時点のみずほ証券判断 出所:各種資料よりみずほ証券作成

## 9月28日の取引終了後に実施された業種分類変更の概要



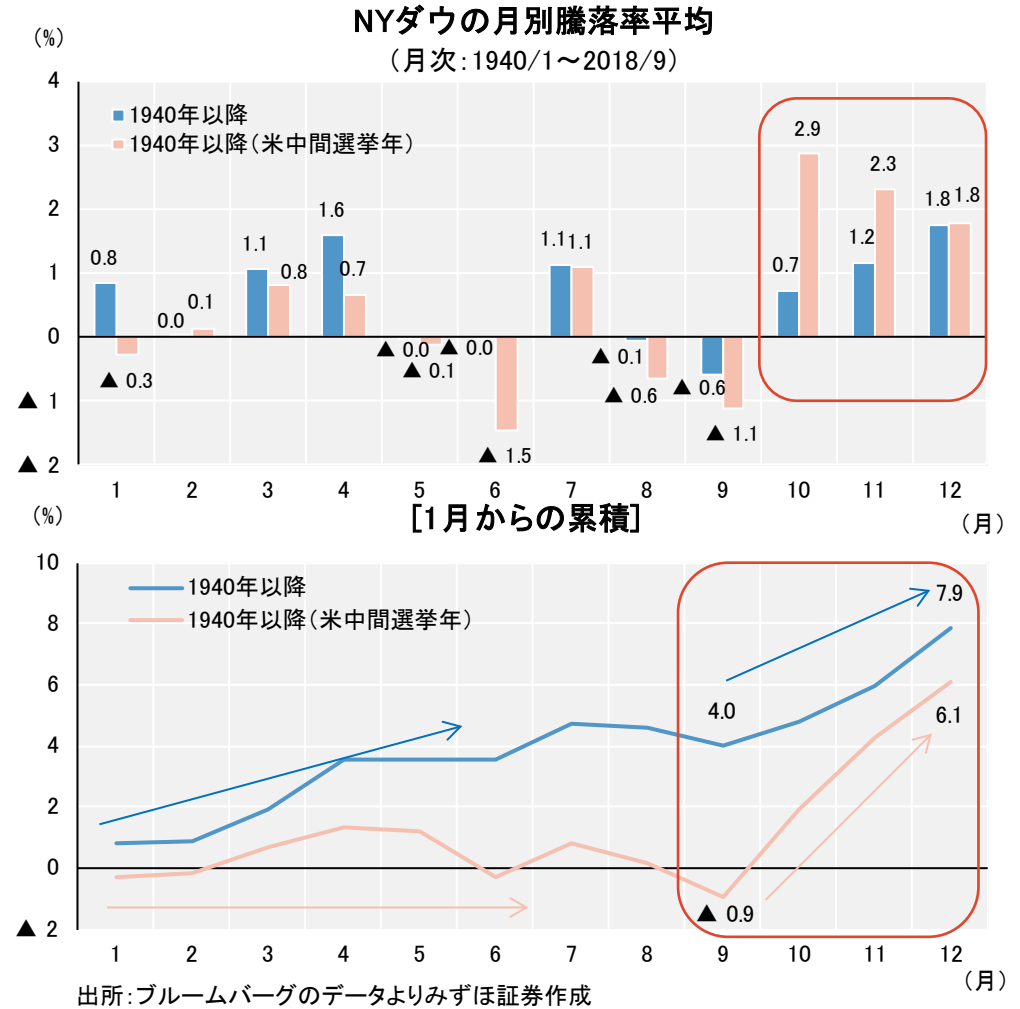
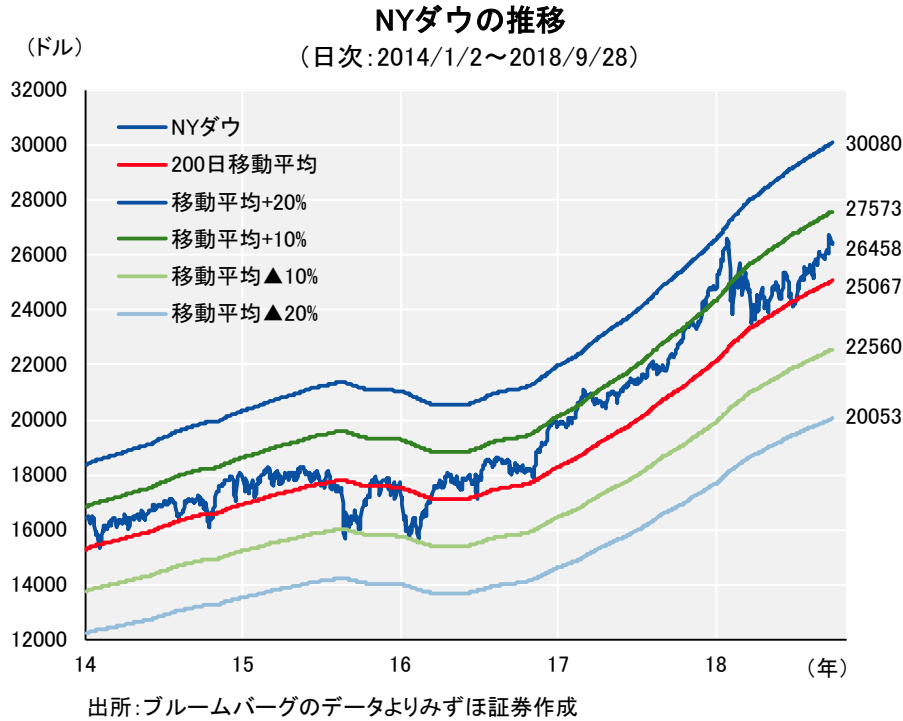
- ✓ 上記のほか、情報技術セクターに属していたインターネット販売企業が一般消費財セクターに異動
- ✓ 変更後の情報技術セクターには、ソフトウェアやハードウェア、半導体関連企業が属する
- ✓ 変更後の一般消費財セクターには、自動車関連、耐久消費財・アパレル、サービス(ホテルやレストラン等)、小売企業が属する

出所:各種資料よりみずほ証券作成





- NYダウは200日移動平均線を長期下値支持線として推移
- 過去の月別騰落率をみると、10月から12月にかけて上昇、中間選挙の年は平均累積で同期間7.0%上昇



---

# 日本株見直し



➤ 日経平均株価は貿易問題一服とアベノミクス継続、円安進行による政治・業績評価の強まりで年末26000円も視野

## 日経平均株価の予想レンジ

9/28 時点	2018年		2019年	
	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月
24120	22000～25000	22000～25000	20000～24000	20000～23000

(注)単位は円。予想はみずほ証券エクイティ調査部、9/28時点。矢印は前四半期との比較  
出所:みずほ証券作成

## 日経平均株価、ドル円、米長期金利、米景況指標



(注)米ISMは月次  
出所:ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

### 【見通し】

- ✓ 日経平均株価は、①米自動車関税見送り、②日米金利差拡大による円安ドル高進行、③9月中間決算発表での業績上方修正期待から年末にかけ上値を試す展開が継続へ
- ✓ 予想PER14倍で24300円台、15倍で26000円台。19/3期利益予想は3%～5%の上方修正余地→26000円も視野に

### 【ポイント】

- ① 米自動車関税…農産品・防衛装備品の輸入増で回避継続
- ② ドル円…年末にかけ米3%成長&利上げ継続で115円超へ
- ③ 19/3期利益予想…想定比円安、輸出増勢維持で強含み

### 【リスク】

- ✓ 中国景気失速&1ドル=100円→今期10%減益想定
- ✓ さらに米自動車関税引き上げ→同15%減益想定
- ✓ 2019年10月消費増税による景気悪化懸念の強まり

【参考資料】エクイティ調査部「ストラテジーマンスリー」(9/28)



➤ 電機、情報通信、サービスに加え、陸運を強気。米自動車関税見送りで輸送機を中立に上げ。小売、食品は弱気に

## セクター別の株価指数と予想EPSの推移

(週次: 2017/1/6 ~ 2018/9/28)

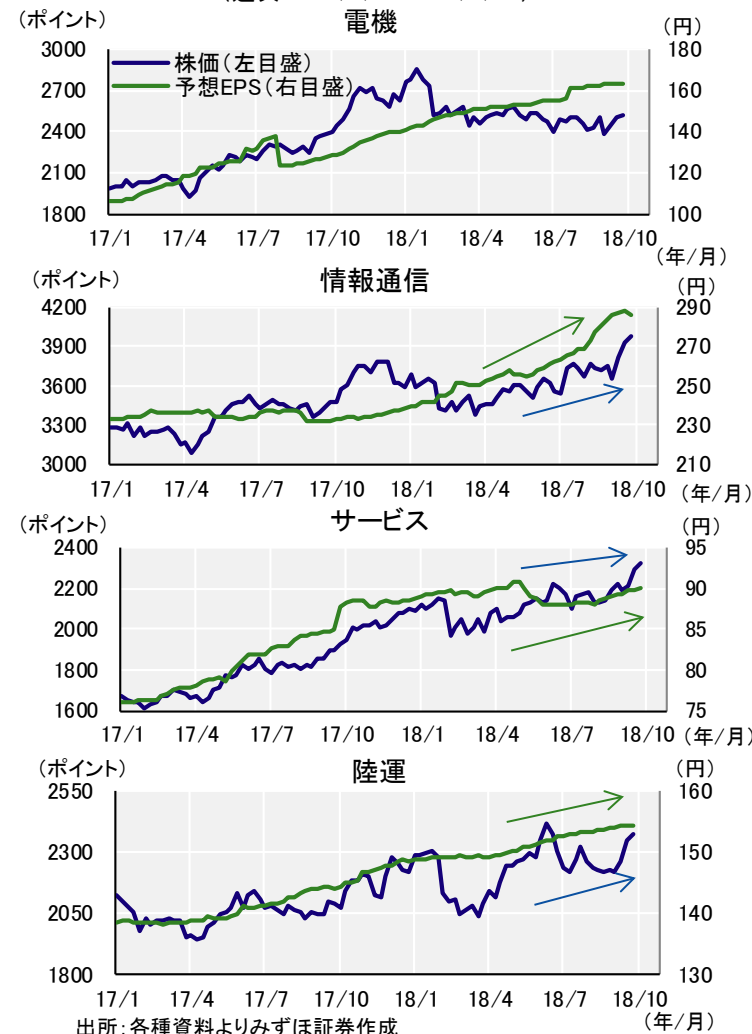
### セクター判断

判断	業種	前回からの変更	ポイント
	全体観		<ul style="list-style-type: none"> <li>・中間決算、貿易摩擦、1ドル=113円台の為替見通しに依存</li> <li>・短期的にはリスクオン継続想定</li> </ul>
強気	電機	→	<ul style="list-style-type: none"> <li>○2019年初めにかけて電子部品・デバイス(半導体関連)の在庫調整が進展と予想</li> <li>○米ハイテク株に対する出遅れ感から海外投資家による買い戻し余地</li> </ul>
	情報通信	→	<ul style="list-style-type: none"> <li>○情報サービスは景気回復後期の注目業種。人手不足に対応したIT投資が支え</li> <li>△情報通信は通信料金の引き下げ議論が懸念材料も、結論には時間</li> </ul>
	サービス	→	<ul style="list-style-type: none"> <li>○19年4月の外国人労働者活用促進策で労働市場関連が恩恵を受けよう</li> <li>○米長期金利の上昇がピークアウトすれば、サービス等グロース系に見直し買い</li> </ul>
	陸運	↑	○値上げ効果等で中間決算での業績が良好になると予想
中立	機械	→	<ul style="list-style-type: none"> <li>△8月の工作機械受注は前月比7%減、前年同月比5%増に鈍化。特に中国向けが各8%減、37%減と不振。中国における①スマホ産業の設備投資低迷、②昨年来の金融引き締め影響、③米中貿易摩擦懸念、等が引き続き重荷となる可能性</li> <li>○産業用ロボットは省力化ニーズ、「中国製造2025」による政策支援が追い風</li> </ul>
	輸送機	↑	<ul style="list-style-type: none"> <li>○当面の米自動車追加関税の見送り</li> <li>○円安、バリュー志向、海外投資家の買い戻しに期待</li> </ul>
	化学	↓	△自然災害の悪影響等で訪日外客数の伸び率鈍化、インバウンド関連に逆風
弱気	小売	↓	×19年10月消費再増税への警戒。前回14年4月に小売株は1年前から不調
	食品	↓	×原材料高で中間決算が期待できない

(注) 東証1部9業種。9/28時点。前回(8/31)からの変更は→(判断変わらず)、↑(判断引き上げ)、↓(判断引き下げ)。

○△×は株価影響のイメージ。○はプラス、△は中立、×はマイナス要因

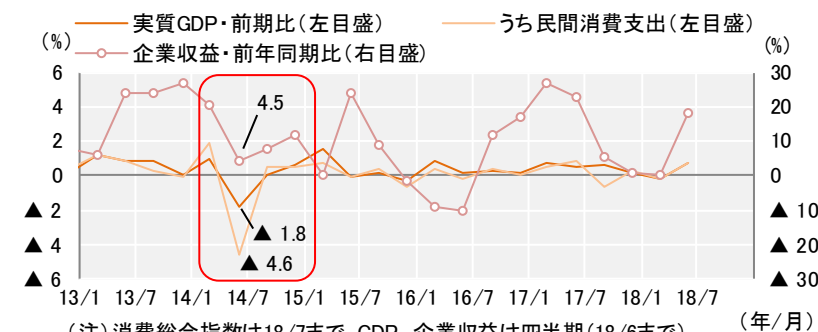
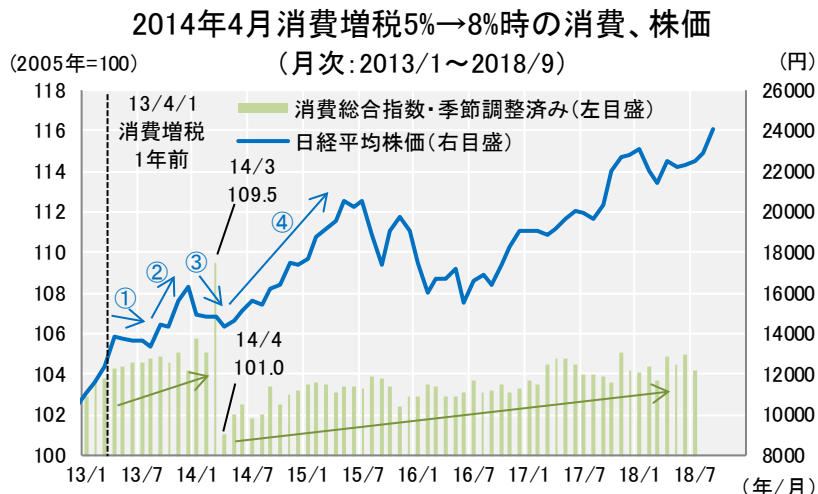
出所: みずほ証券作成



# リスク 消費増税(前回2014年4月の振り返りと今回の想定)



- 日経平均株価は前回の消費増税時、駆け込み需要期待で8カ月前から上昇、増税時に反落、売り一巡後に再上昇
- 今回は増税幅が2ポイントと前回比小幅。家計負担増は教育無償化等もあり前回比約4分の1→株価の振幅は小幅に



(注)消費総合指数は18/7まで。GDP、企業収益は四半期(18/6まで)。企業収益は法人企業統計の金融・保険を除く全産業経常利益  
出所:ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

[消費増税前後の日経平均株価騰落率(%)]

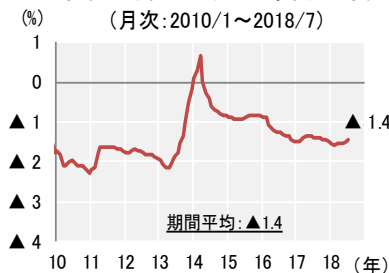
①	13/4→13/7	11カ月前→8カ月前	▲1.4	消費増税の影響懸念
②	13/7→13/12	8カ月前→3カ月前	21.7	駆け込み需要期待
③	13/12→14/4	3カ月前→1カ月後	▲12.2	増税の影響見極め(利益確定売り)
④	14/4→15/5	1カ月後→13カ月後	43.8	増税の影響見極め(見直し買い)

[同経済・業績影響]

	2期前	1期前	当期	1期後	2期後	3期後	4期後
	13/10-12	14/1-3	14/4-6	14/7-9	14/10-12	15/1-3	15/4-6
実質GDP・前期比(%)	0.0	1.0	▲1.8	0.0	0.6	1.5	▲0.1
うち民間消費支出(%)	▲0.1	1.9	▲4.6	0.5	0.5	0.7	▲0.1
企業収益・前年同期比(%)	26.6	20.2	4.5	7.6	11.6	0.4	23.8

(注)左図と同じデータに基づく。上表のコメントはみずほ証券投資情報部による株価影響の解釈

物価上昇に対する消費感応度  
(月次:2010/1~2018/7)



(注)物価上昇は消費者物価指数(食品・エネルギー除く)・前年同月比、消費は消費総合指数・前年同月比。感応度は過去60か月ベース  
出所:ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

✓ 物価1%上昇→消費1.4%減(平均)

## 前回2014年4月消費増税(5%→8%)の振り返り

- 家計負担増は給付措置等込みで8.0兆円(日銀資料)
- 実際の物価1.6%押し上げ→消費2%強押し下げ(推計)
- 実質GDPは14年4-6月期に前期比マイナスも一時的。同企業収益も直前の2割増益から減速も一時的に
- 日経平均株価は8カ月前から駆け込み需要期待で上昇、増税時に反落後、見直し買いで再び上昇へ

## 今回2019年10月消費増税(8%→10%)の想定

- 家計負担増は増税額5.6兆円に対し軽減税率や教育無償化等で2.2兆円と半減(前回比約4分の1)(日銀資料)
- 軽減税率導入で物価押し上げは1%程度に→消費押し下げは1%未満(教育無償化等がない場合は1%強)に
- 業績影響は限定的→株価の振幅は前回比小幅に

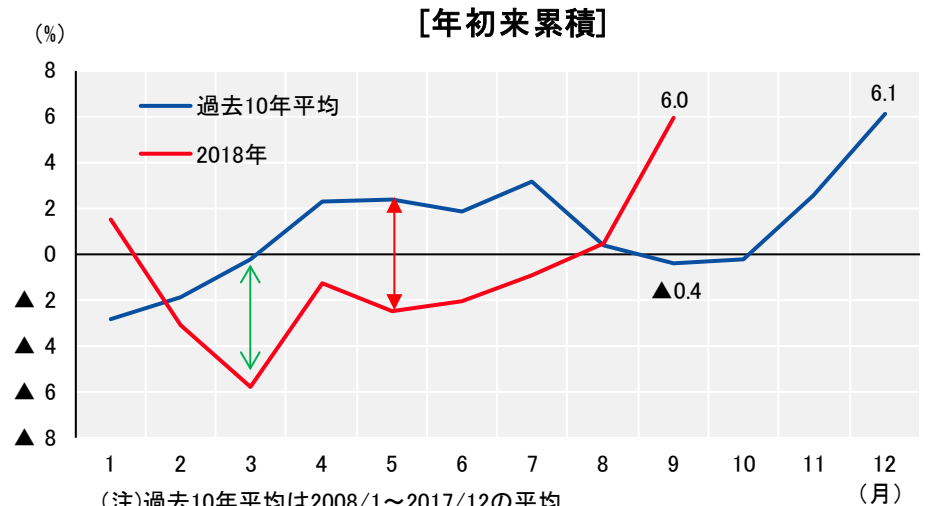
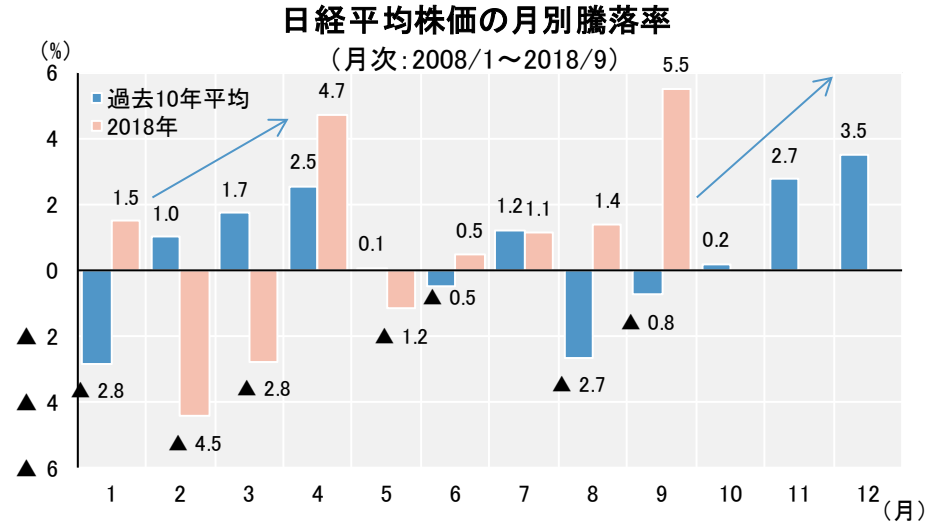
(注)推計はみずほ証券投資情報部 出所:日銀資料等よりみずほ証券作成



➤ 日経平均株価は春先、年末に上昇傾向、2018年は年初来で+6.0%の上昇



出所:ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成



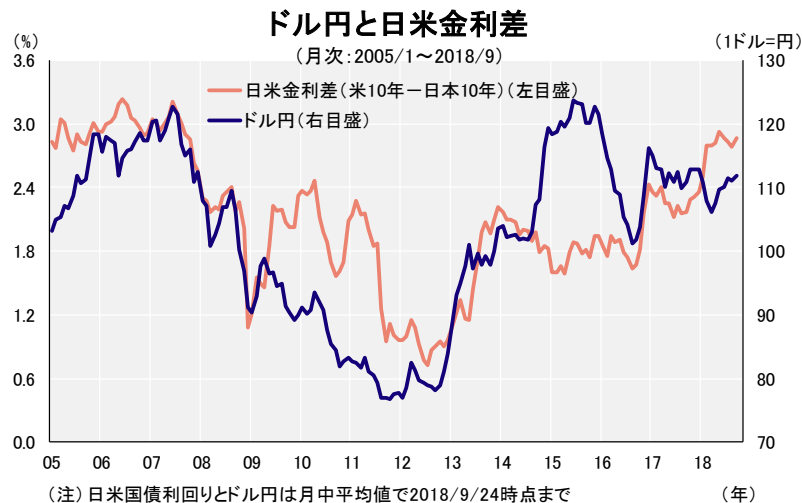
(注)過去10年平均は2008/1~2017/12の平均

出所:ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

# 為替見通し



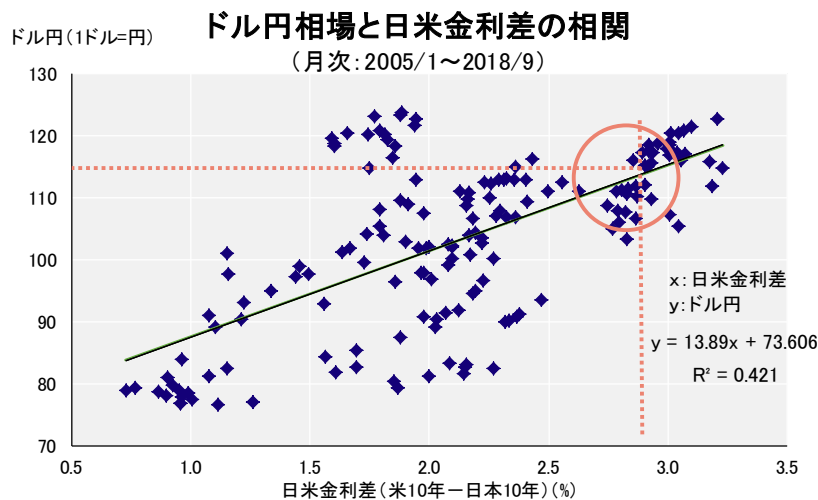
## ➤ 貿易戦争懸念はやや緩和、日米金利差拡大を反映し、ドル円は年末115円を目指す展開も



**ドル円の予想レンジ**

9/21 時点	2018年		2019年		
	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
112.59	109~116	109~116	109~116	108~115	108~115
	➔	➔	➔	➔	➔

(注)単位は円。予想はみずほ証券投資情報部、9/21時点。矢印は前四半期との比較イメージ  
出所:みずほ証券作成



(注) 回帰式から日米金利差が2.87%の場合のドル円相場は113.47円となる  
出所:ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

### 【見通し】

- ✓ 基本的には貿易戦争回避等を材料にドル高・円安を予想
- ✓ 日銀は20年頃まで大規模な金融緩和策を継続へ
- ✓ ドル円は日米景況・金利差拡大を反映して上昇基調継続へ
- ✓ 日米金利差の相関で見ると3%程度で115円台への上昇も

### 【要因】

- ① 米国経済は良好、FRBは緩やかな利上げ政策を維持
- ② 日銀は金融緩和継続のための枠組み強化枠を発表
- ③ 日米金利差の拡大がドルを下支えへ

### 【リスク】

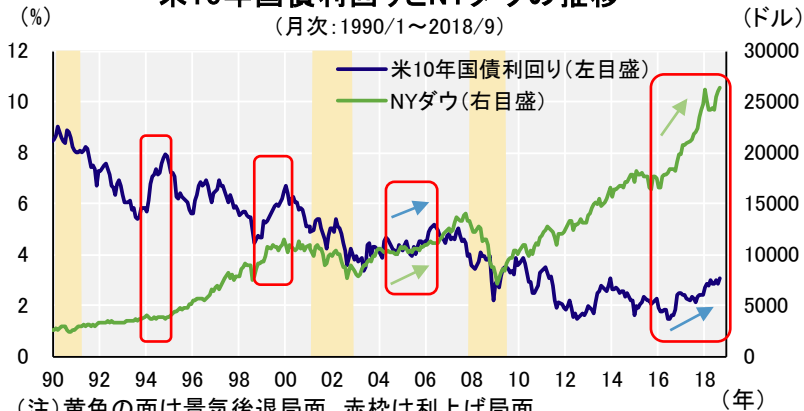
- ① トランプ大統領が円安批判等、為替相場に言及する可能性
- ② 米11月中間選挙において、上下両院で民主党勝利の場合、政治混乱への警戒から、リスク回避の円高へ





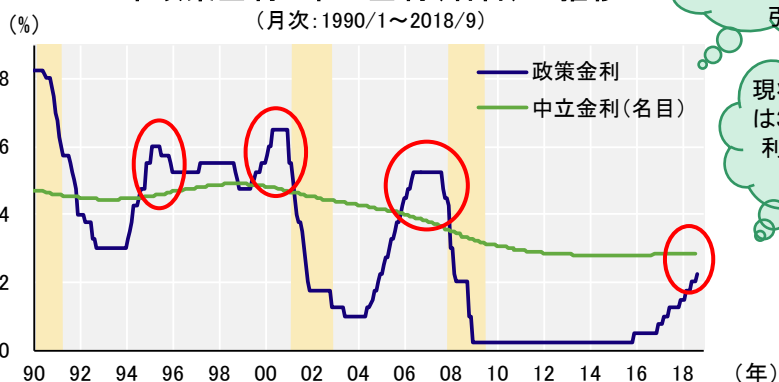
➤ 米連邦準備理事会(FRB)は慎重な物価見通しを基に緩やかな利上げを継続、市場では早期の利上げ打ち止め観測も

### 米10年国債利回りとNYダウの推移



(注)黄色の面は景気後退局面。赤枠は利上げ局面  
米10年債利回りとNYダウは18/9/27時点  
出所:ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

### 米政策金利と中立金利(名目)の推移



(注)黄色の面は景気後退局面。中立金利(名目)は $r^{**}+2.0$ 。\*は自然利  
子率の推計値、18/8時点  
出所:各種資料よりみずほ証券作成

過去、中立金利を上回る利上げがその後の株価下落や景気悪化の引き金に

現状、中立金利は3%弱。目下の利上げ影響は限定的に

### 前回の米利上げ局面と今回の利上げ局面の比較

	政策金利(%)			NYダウ騰落率(%)
	利上げ前	利上げ後	利上げ幅	
前回の利上げ局面 (2004/6~2006/6)	1.00	5.25	2年で 4.25%	9.4
今回の利上げ局面 (2015/12~)	0.25	2.00	2年9カ月で 1.75%	46.5

(注)今回の利上げ局面のNYダウ騰落率は2018/8時点  
出所:各種資料よりみずほ証券作成

### FRBの物価および政策金利見通し

	2006/06 時点	直近	2018年 FRB 予測	2019年 FRB 予測	2020年 FRB 予測	2021年 FRB 予測
インフレ率(%)	2.4	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1
政策金利(%)	5.25	2.25	2.375	3.125	3.375	3.375
長期金利(%)	5.14	3.05	—	—	—	—

(注1)インフレ率は個人消費支出デフレーター(食料およびエネルギー除く)の前年同月比  
(注2)直近はインフレ率が2018/7時点、政策金利および長期金利は2018/9/27時点  
(注3)FRB予測は中心値ベース、2018/9時点  
出所:各種資料よりみずほ証券作成

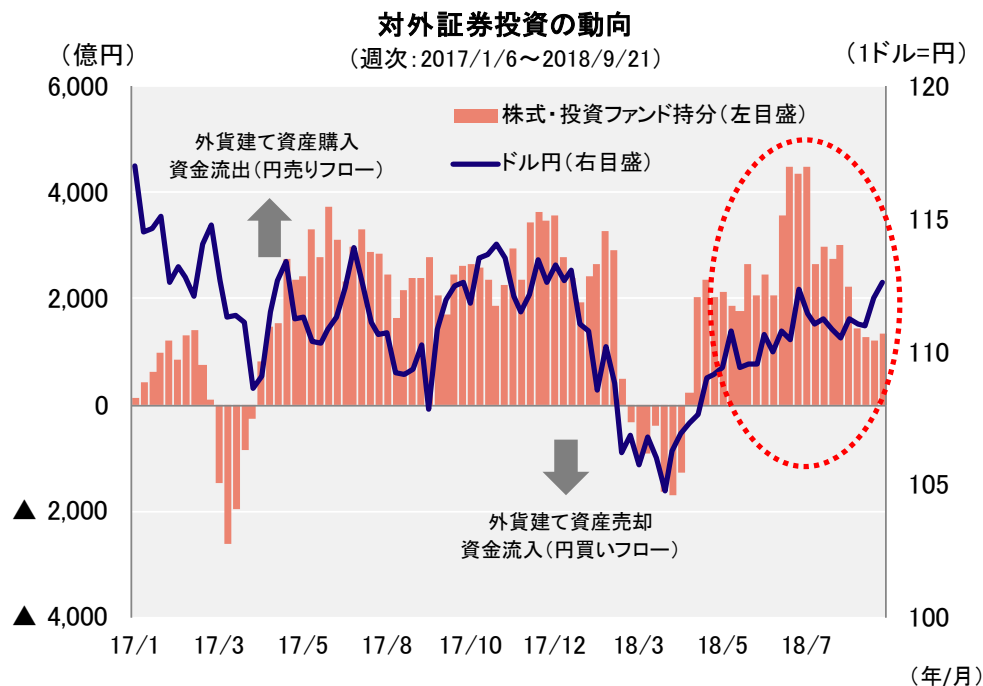
【中立金利】とは

- ✓ 景気に対して中立的な実質金利の水準。(景気を刺激も抑制もしない金利水準)。「自然利子率」ともいわれる。
- ✓ 左図の中立金利は自然利子率の推計値にFRBのインフレ目標2%を足し合わせた名目ベース。

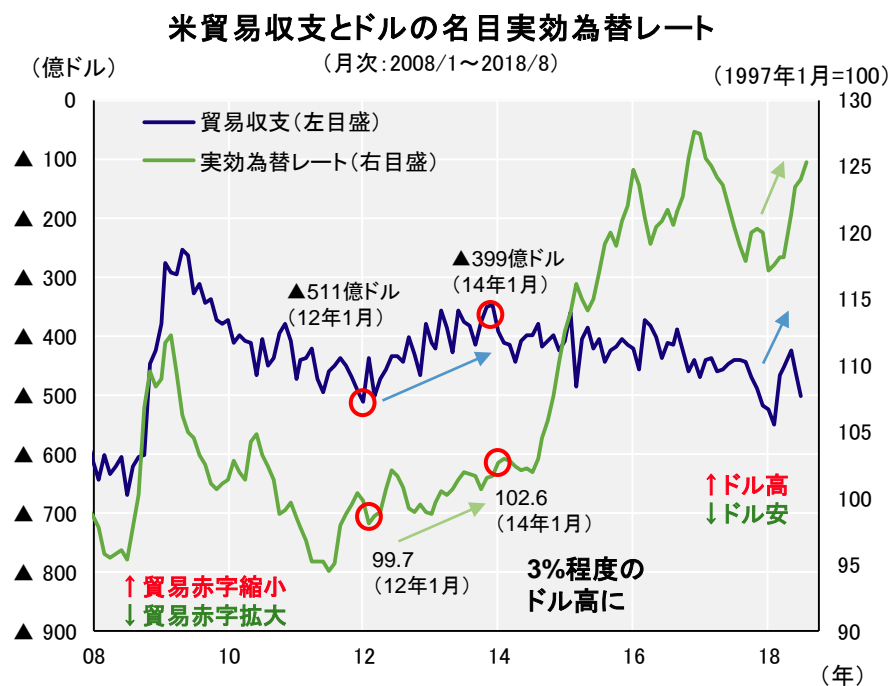
# ドル円見通し ~変動要因



- 本邦投資家の対外証券投資にともなう円売りフローがドル円を下支え
- 12年1月から14年1月の米貿易赤字の縮小局面では、月間511億ドルから399億ドルへ赤字額が縮小。同期間に、ドルの総合的な強さを示す名目実効為替レートは3%程度上昇



(注) プラスは外貨建て資産購入(資金流出)、マイナスは外貨建て資産売却(資金流入)となる  
対外証券投資(ネット)の動向は4週移動平均、18/9/14まで  
出所: 財務省のデータよりみずほ証券作成



(注1) 名目実効為替レートは他通貨に対する総合的な強さを示す指標  
(注2) 貿易収支は季節調整済み、2018/7まで  
出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

# 注目テーマ一覧

## テーマ選択の背景

### マクロ要因

貿易問題

環境対策

新興国の成長

ライフスタイルの変化

規制緩和

### ミクロ要因

技術革新・新市場  
(IoT、AI等)

ことば…

IoT:モノのインターネット、AI:人工知能、5G:第5世代移動通信システム、  
EV:電気自動車、CAR-T:キメラ抗原受容体-T細胞療法

## テーマ

キーワード等

### 1.IoT (AI・クラウド/5G)

デジタル時代、ビッグデータ、半導体の進化

### 2.医療技術の高度化

低侵襲(しんしゅう)、CAR-T、パイプラインの進ちよく

### 3.デジタルプラットフォーム

Eコマース、インターネット広告、電子決済

### 4.デジタル化で変わるライフスタイル

デジタル消費、消費体験の高度化

### 5.CASE (自動車新潮流)

C:コネクテッド、A:自動化、S:シェアリング&サービス、E:電動化(EV)

### 6.新興国消費

所得の増加、消費の多様化、インターネットサービス

### 7.インフラ投資

公約推進、老朽化対策、中国景気重視姿勢

### 8.働き方改革

構造改革の柱、生産性向上、労働需給ひっ迫

### 9.米中貿易摩擦

生産移管、投資意欲減退

# 留意事項および金融商品取引法に係る重要事項

## 【留意事項】

○この資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。銘柄の選択、投資に関する最終決定はご自身の判断でお願いいたします。また、本資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成したのですが、その正確性、完全性を保証したものではありません。本資料に示された意見や予測は、資料作成時点での当社の見通しであり、今後予告なしに当社の判断で随時変更することがあります。

## 【金融商品取引法に係る重要事項】

### ■国内株式のリスク

リスク要因として株価変動リスクと発行者の信用リスクがあります。株価の下落や発行者の信用状況の悪化等により、投資元本を割り込むことがあり、損失を被ることがあります。

### ■国内株式の手数料等諸費用について

○国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.134%（税込み）、最低2,700円（税込み）の委託手数料をご負担いただきます。ただし、売却時に限り、約定代金が2,700円未満の場合には、約定代金に97.2%（税込み）を乗じた金額を委託手数料としてご負担いただきます。

○株式を募集等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。

○保護預かり口座管理料は無料です。

### ■外国株式のリスク

○外国株式投資にあたっては、株価変動リスク、発行者の信用リスク、為替変動リスク（平価切り下げ等も含む）、国や地域の経済情勢等のカントリーリスクがあります。それぞれの状況悪化等により投資元本を割り込むことがあり、損失を被ることがあります。

○現地の税法、会計基準、証券取引に関連する法令諸規則の変更により、当該証券の価格に大きな影響を与えることがあります。

○各国の取引ルールの違いにより、取引開始前にご注文されても、始値で約定されない場合や、ご注文内容が当該証券の高値、安値の範囲であっても約定されない場合があります。

○外国株式において有償増資等が行われた場合は、外国証券取引口座約款の内容に基づき、原則権利を売却してお客さまの口座に売却代金を支払うこととなります。ただし、権利売却市場が存在しない場合や売却市場があっても当該証券の流動性が低い場合等は、権利売却ができないことがあります。また、権利が発生しても本邦投資家が取り扱いできないことがあります。

○外国株式の銘柄（国内取引所上場銘柄および国内非上場公募銘柄等を除く）については、わが国の金融商品取引法に基づいた発行者開示は行われていません。

### ■外国株式の手数料等諸費用について

#### ○外国委託取引

国内取次手数料と現地にかかる手数料および諸費用の両方が必要となります。現地でかかる手数料および諸費用の額は金融商品取引所によって異なりますので、その金額をあらかじめ記載することはできません。詳細は当社の担当者までお問い合わせください。国内取次手数料は、約定代金30万円超の場合、約定代金に対して最大1.08%+2,700円（税込み）、約定代金55,000円超30万円以下の場合、一律5,940円（税込み）、約定代金55,000円以下の場合、約定代金に対して一律10.8%（税込み）の手数料をご負担いただきます。

#### ○国内店頭（仕切り）取引

お客さまの購入単価または売却単価を当社が提示します。購入の場合は、購入対価のみをお支払いいただき、売却の場合も同様に別途手数料はかかりません。

#### ○国内委託取引

当社の国内株式手数料に準じます。約定代金に対して最大1.134%（税込み）、最低2,700円（税込み）の委託手数料をご負担いただきます。ただし、売却時に限り、約定代金が2,700円未満の場合には、約定代金に97.2%（税込み）を乗じた金額を委託手数料としてご負担いただきます。

#### ○外国証券取引口座

外国証券取引口座を開設されていないお客さまは、外国証券取引口座の開設が必要となります。外国証券取引口座管理料は無料です。

外貨建商品等の売買等にあたり、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。

■商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94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、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

（広告審査番号：MG5690-181003-09）