

中間選挙後の米国株見通し

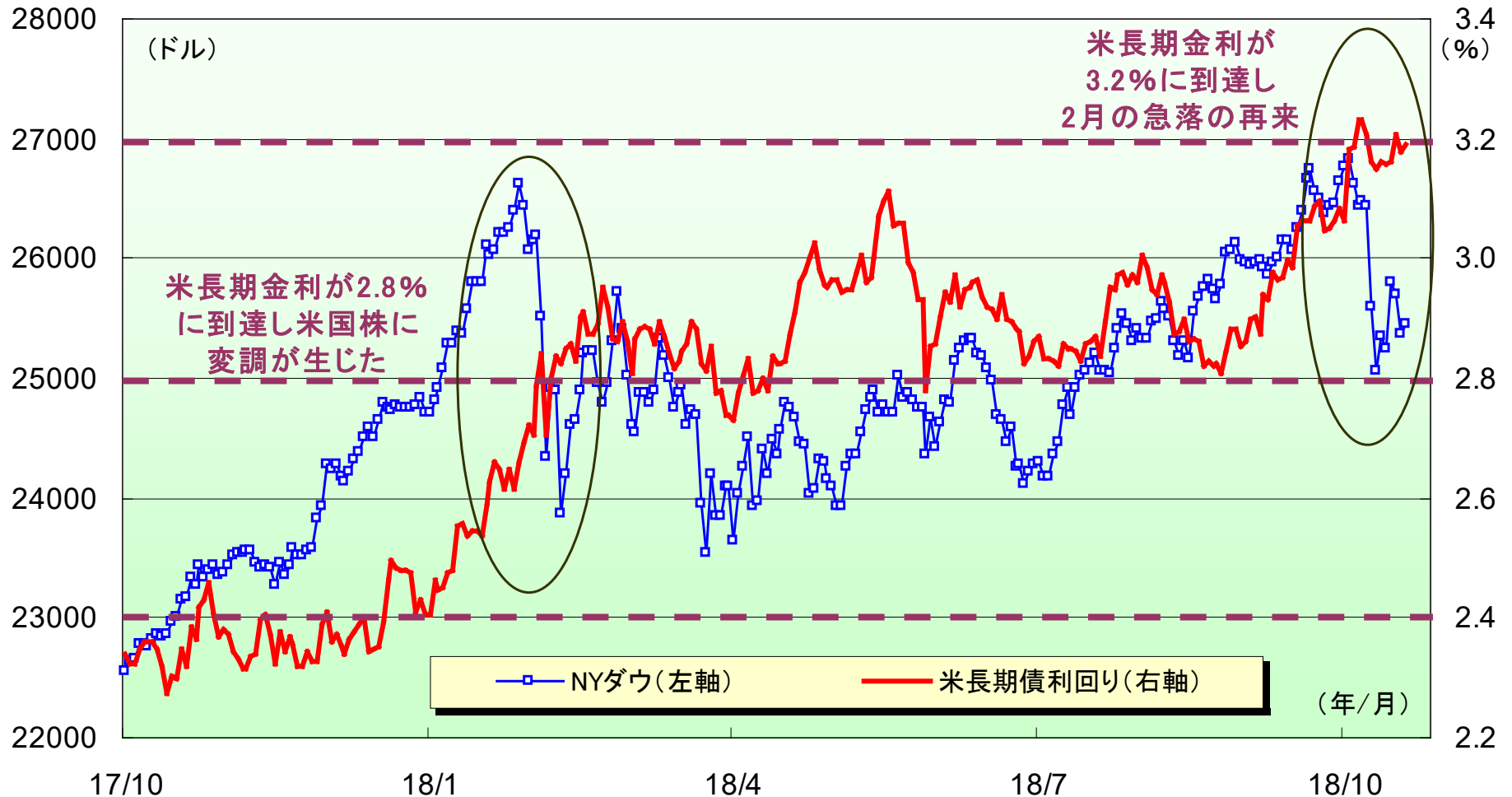
～年末に向けた株高シナリオを再点検～

2018年10月24日

大和証券
チーフ グローバル ストラテジスト
壁谷 洋和

足元で2月の急落が再来

NYダウと米長期金利の推移



(出所) Bloombergより大和証券作成

米国株に強気スタンスを維持するための前提

① 抑制的な長期金利の上昇

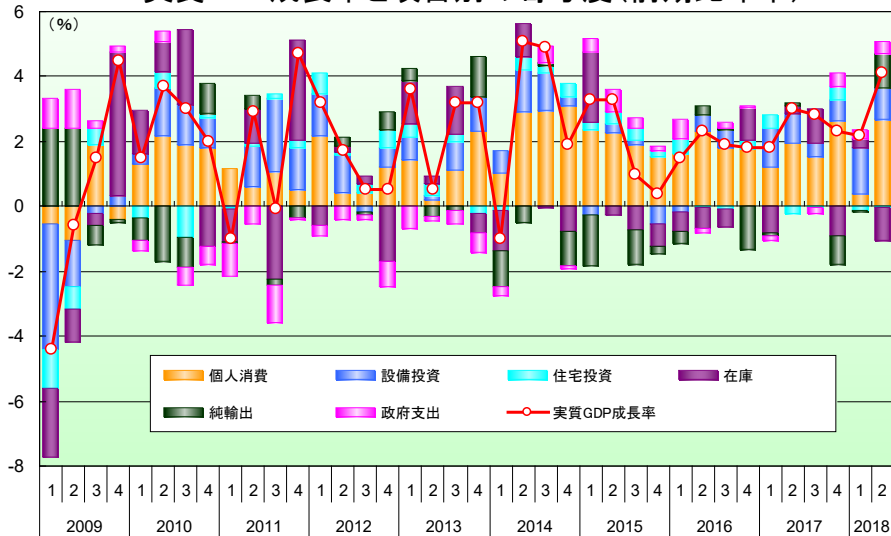
- 過熱感のないマクロ景気の拡大
- 限定的な物価（原油）上昇のペース

② バリュエーション低下を補う企業業績の拡大

③ 米中貿易問題の無難な着地

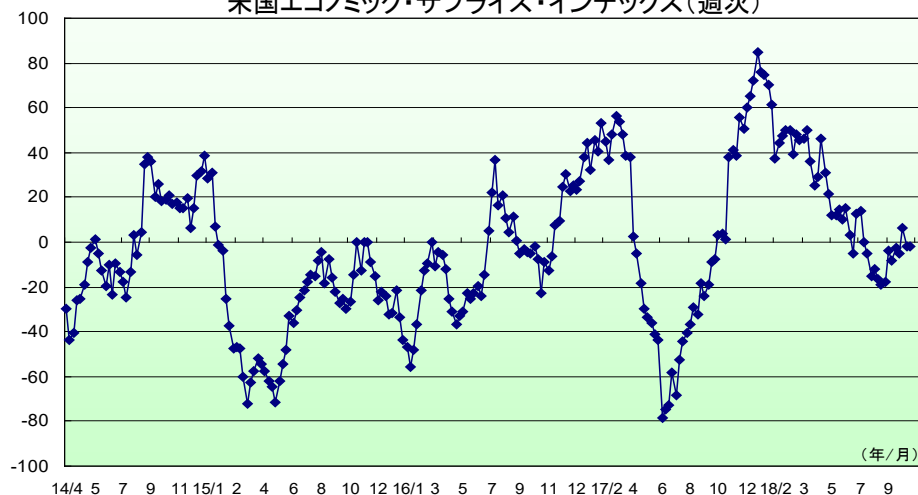
経済指標のサプライズはほぼ中立

実質GDP成長率と項目別の寄与度(前期比年率)



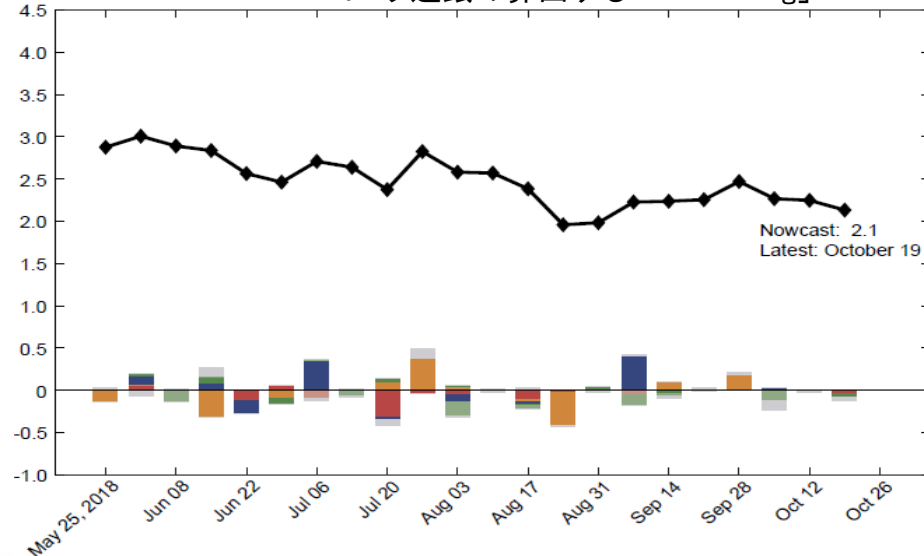
(出所) 米BEAより大和証券作成

米国エコノミック・サプライズ・インデックス(週次)



(出所) Bloombergより大和証券作成

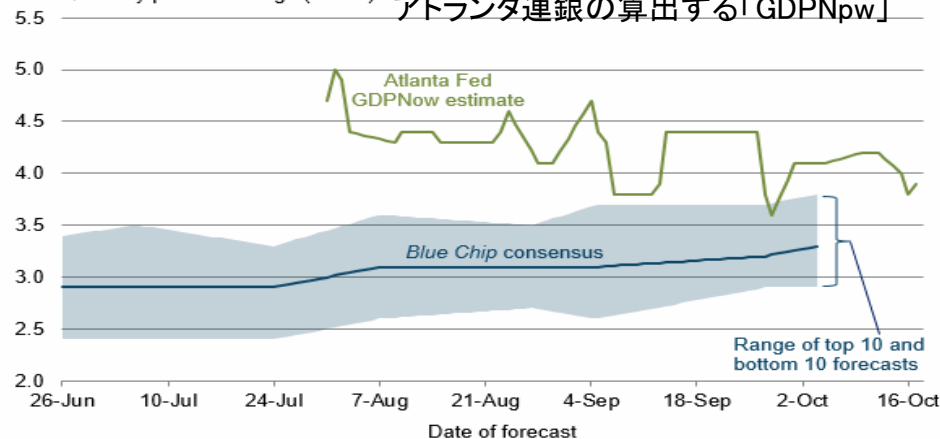
Percent (annual rate) ニューヨーク連銀の算出する「Nowcasting」



Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2018: Q3
Quarterly percent change (SAAR)

GDPNow

アトランタ連銀の算出する「GDPNow」



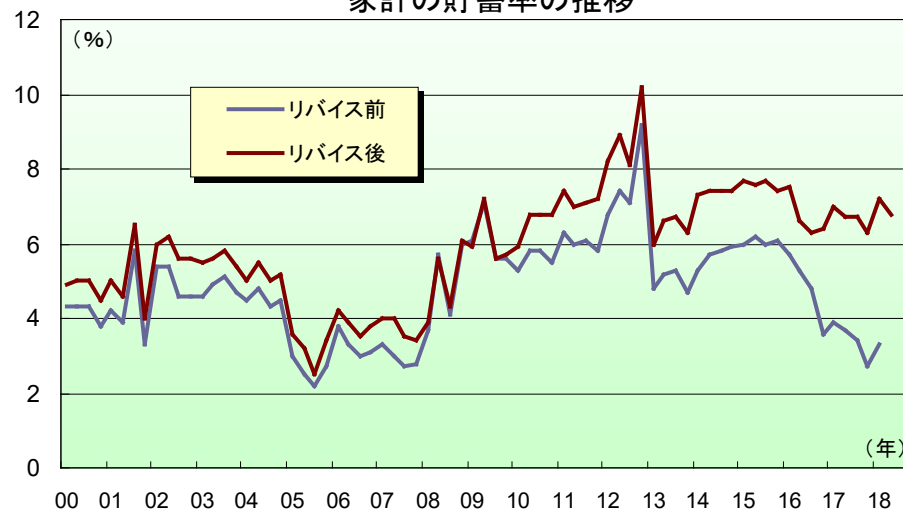
Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts

Note: The top (bottom) 10 forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

依然として強い消費者マインド

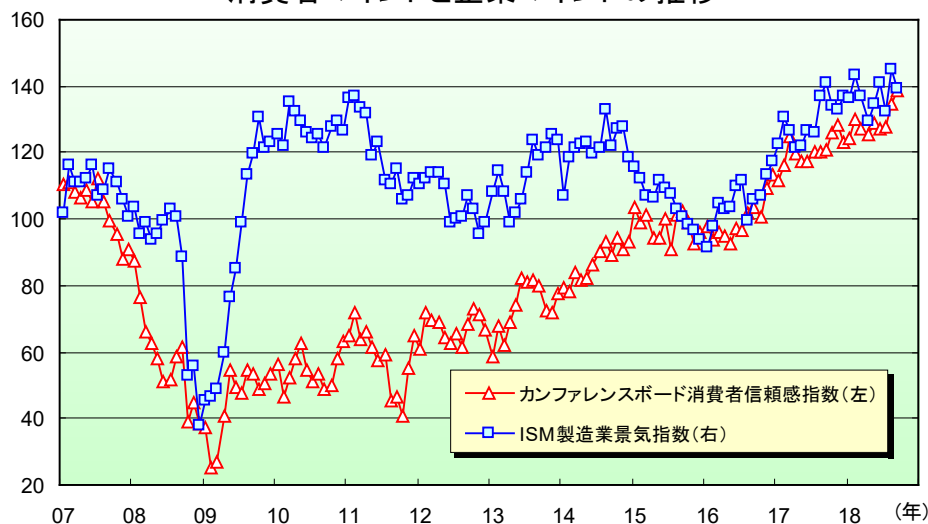
- ・ リバイスされた貯蓄率の高さが示唆するのは、家計の収支バランスの健全性。
- ・ 消費者マインドは、18年ぶりの高水準を示す値も。
- ・ 当面は好調な消費が続きそう。
- ・ 多少の資産価格の調整があっても、大きな混乱に陥る可能性は低いと考えられる。

家計の貯蓄率の推移



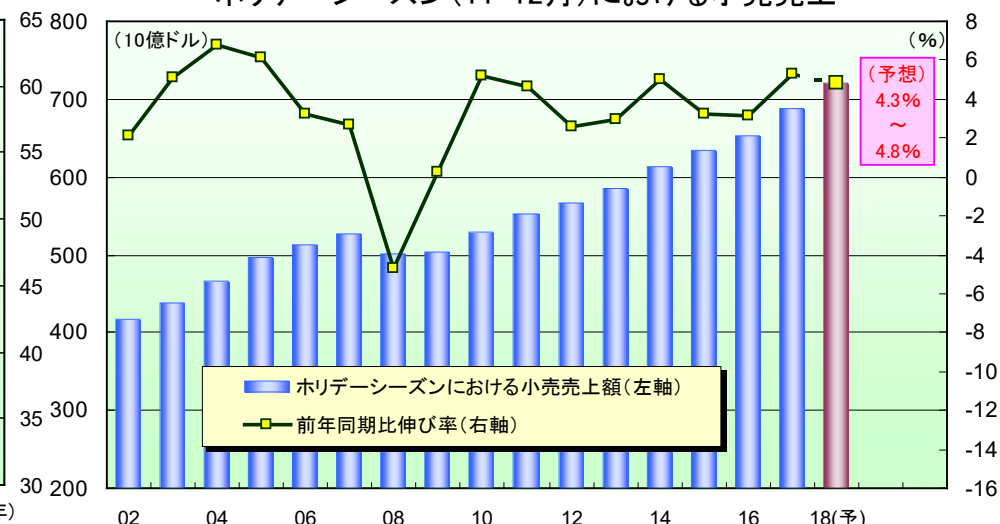
(出所) BIEAより大和証券作成

消費者マインドと企業マインドの推移



(出所) Bloombergより大和証券作成

ホリデーシーズン(11-12月)における小売売上

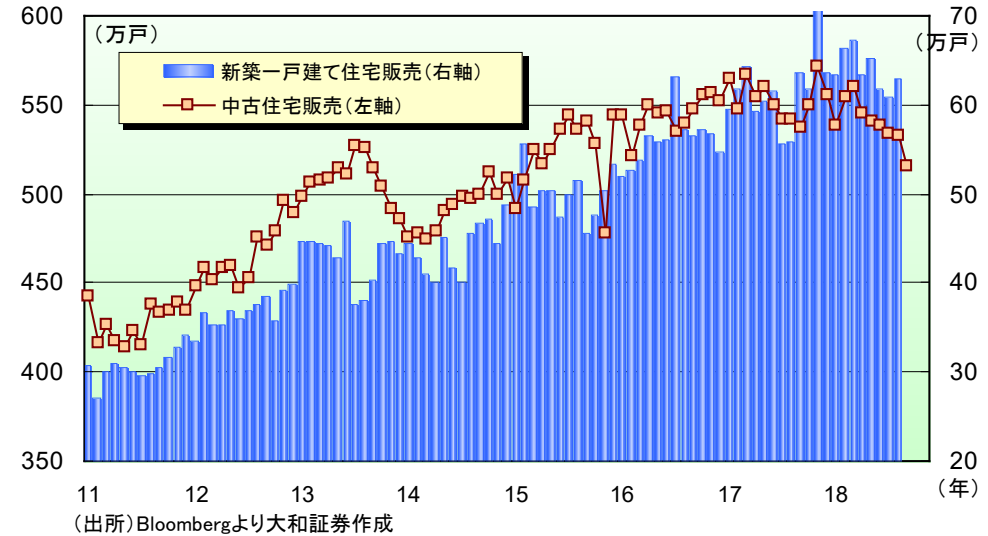


(出所) NRFより大和証券作成

住宅市場は健全な調整へ

- 住宅販売は新築、中古ともに足元で減少傾向を示す。
- 在庫減少による価格の高騰と、ローン金利の上昇が販売増加に一定の歯止めをかけている可能性も。
- 持家比率は目安の65%に近づく。
- 住宅取得能力は低下基調ながら、絶対的水準はまだ高い。当面の販売動向は高原状態を維持する見通し。

米新築・中古住宅販売の推移



住宅ローン金利(30年)の推移

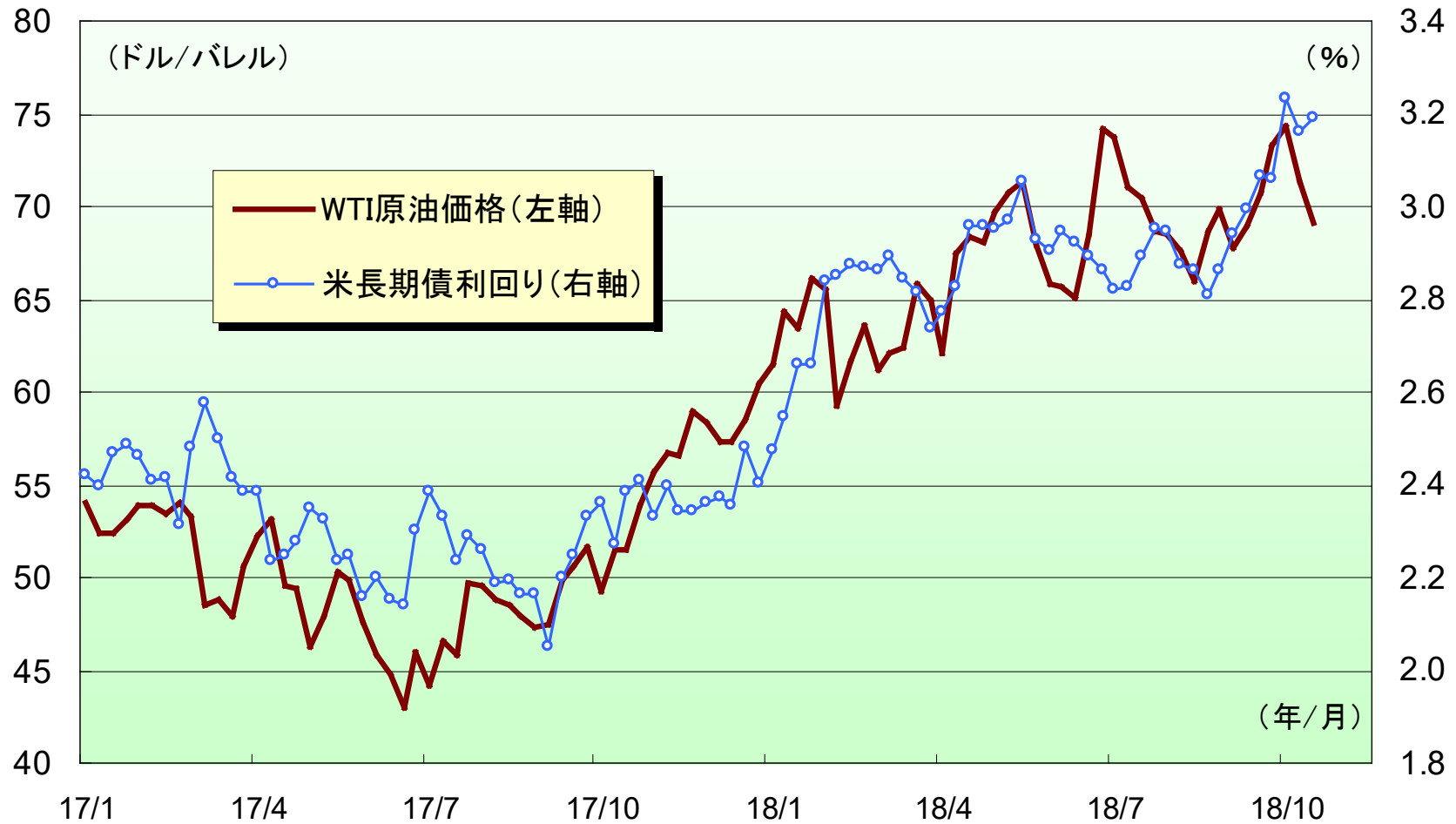


住宅取得能力指数の推移



原油価格の上昇→インフレ加速→金利上昇

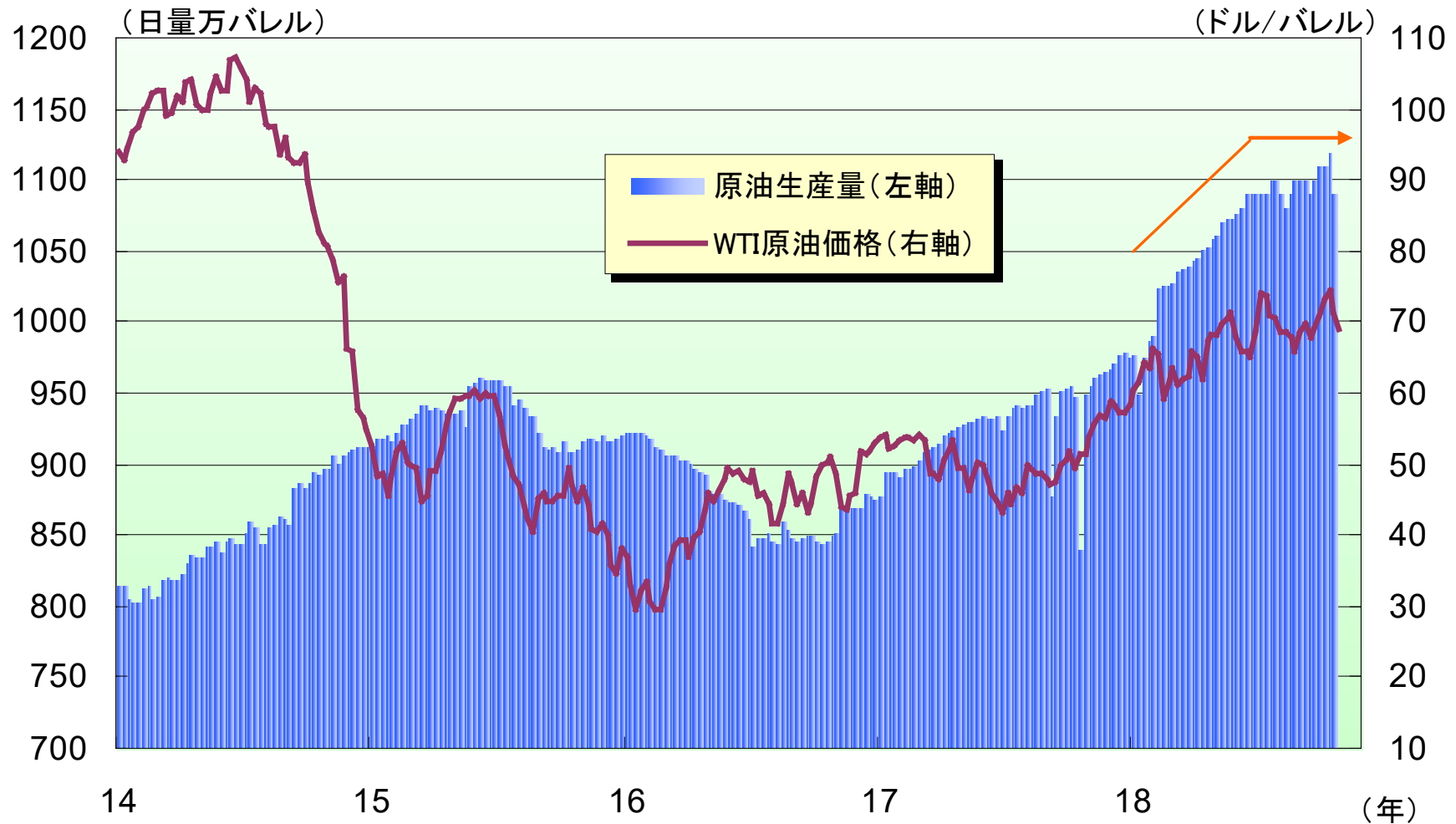
WTI原油価格と米長期金利の推移



(出所)) Bloombergより大和証券作成

「シェール革命」の米国で原油生産が足踏み

WTI原油価格と米国の原油生産量の推移

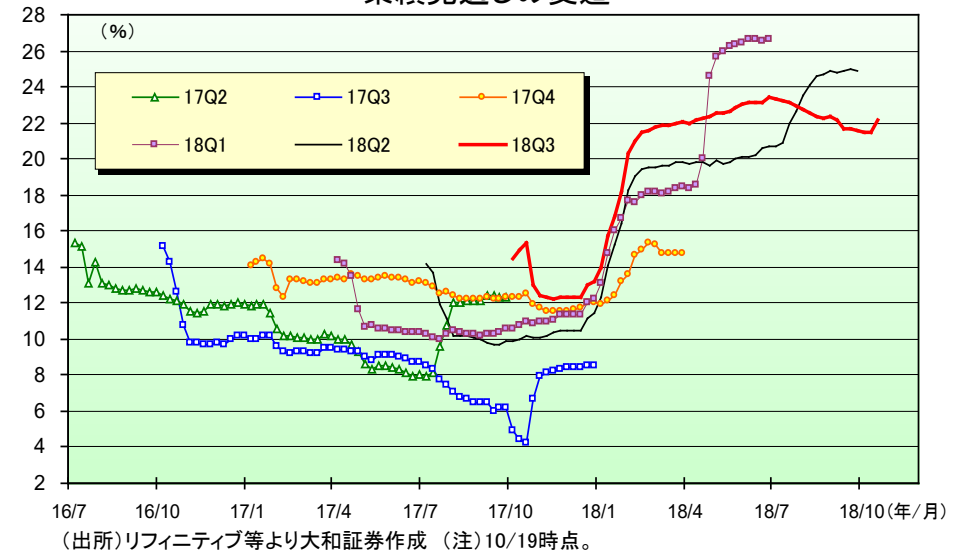


(出所) Bloombergより大和証券作成

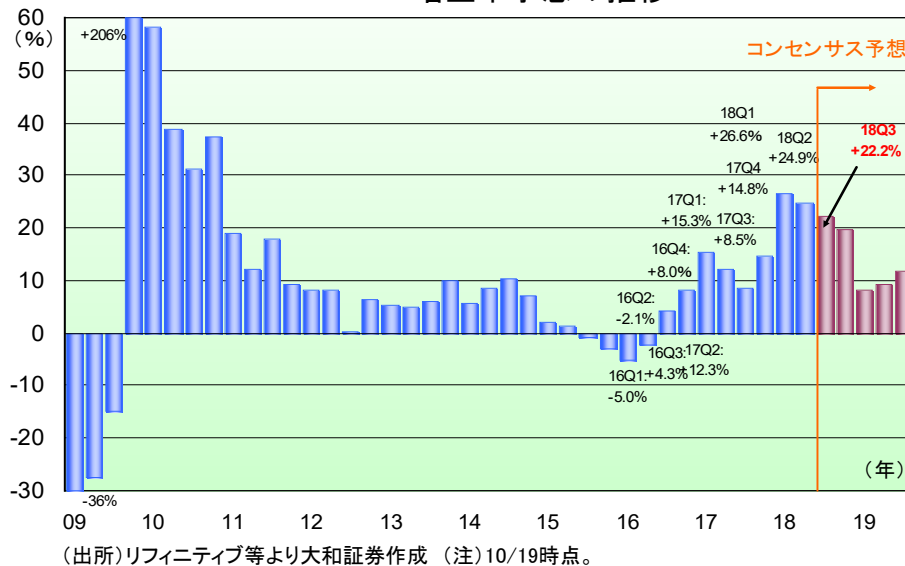
好調を維持する米企業業績

- 18年1-3月期の増益率(前年同期比)は+26.6%。
10年10-12月期以来の高水準。4-6月期は24.9%。
- 18年7-9月期の増益率予想は+22.2%(10/19時点)。
- 発射台は低く始まったが、通常レベルの上振れ決算で、4-6期並みの増益達成は十分可能。
- ただ、10-12期も高い増益率が見込まれており、18年の通期増益率は25%程度に。問題は19年の見通し。

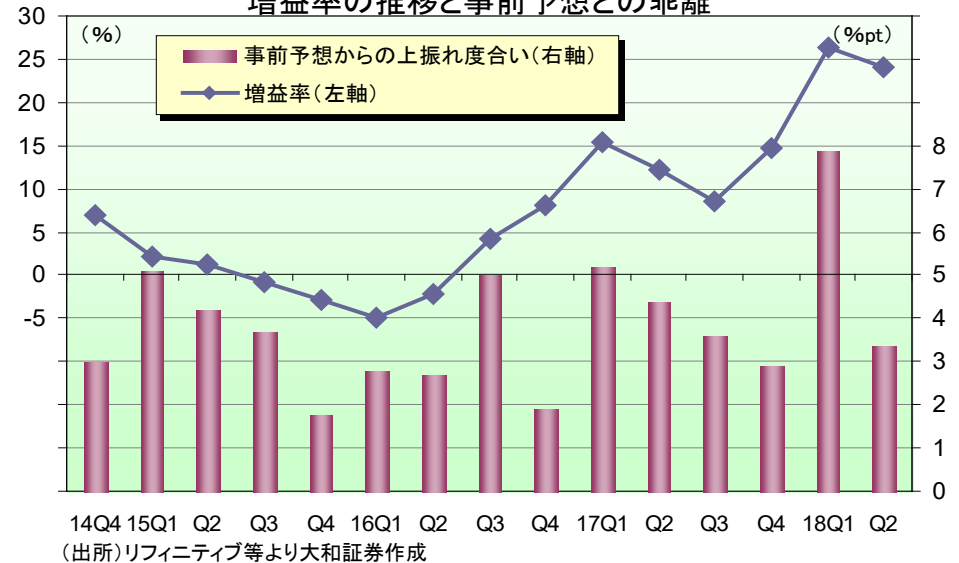
業績見通しの変遷



S&P500増益率予想の推移



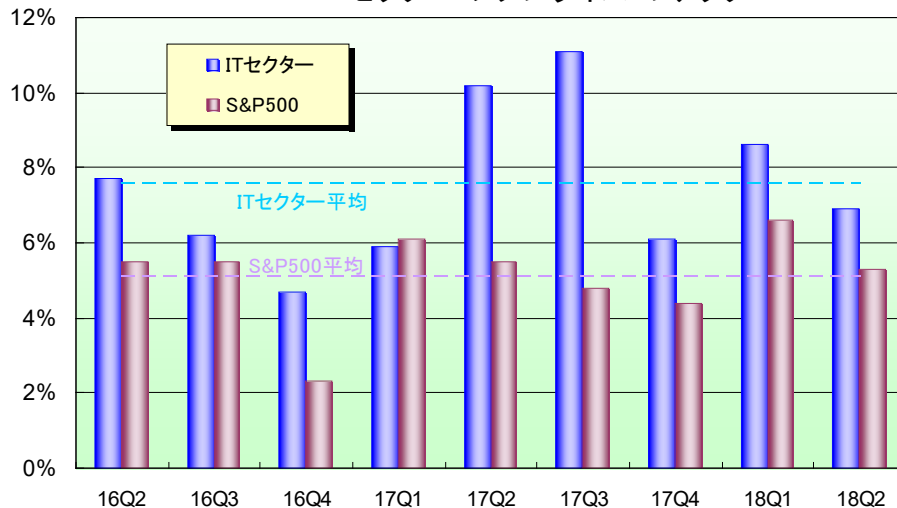
増益率の推移と事前予想との乖離



市場のセンチメントはアップルの決算次第

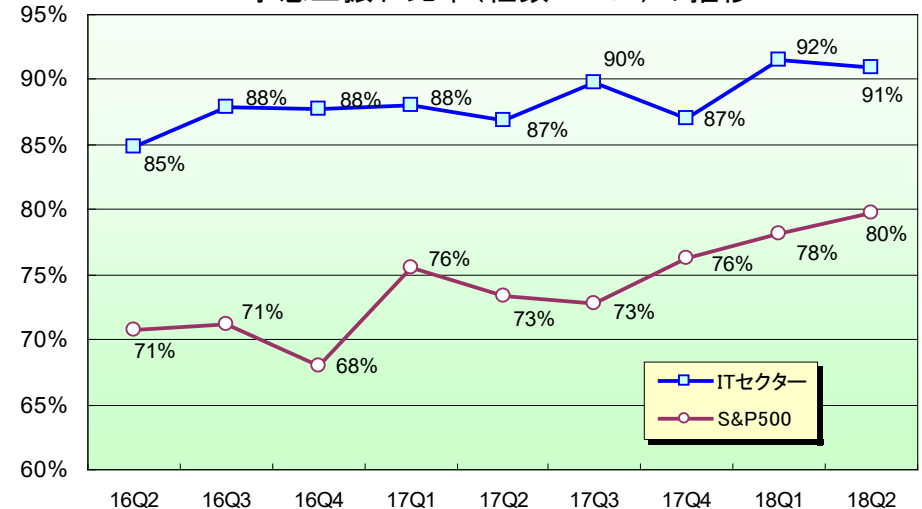
- ・ 牽引役であるITセクターの好決算はモメンタム一服。
- ・ サプライズ・ファクターは過去2年間の平均的な水準。ITセクターの予想上振れが、やや勢いを欠く。
- ・ ただ、アップル決算が市場のセンチメントを好転。
- ・ アップル決算での上振れは平均以上となり、翌日以降の株価にポジティブに作用。

S&P500・ITセクターのサプライズ・ファクター



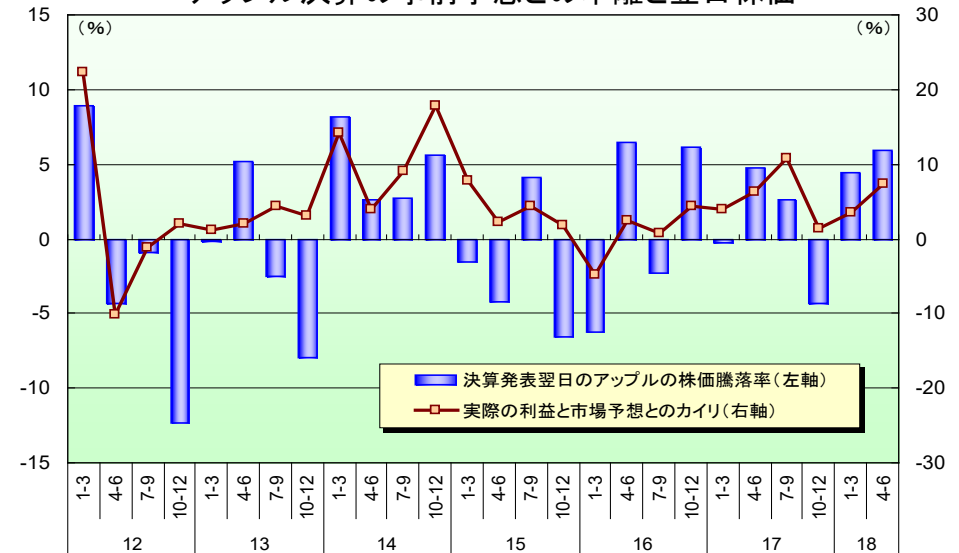
(出所)リフィニティブ等より大和証券作成 (注)8/31時点。

予想上振れ比率(社数ベース)の推移



(出所)リフィニティブ等より大和証券作成 (注)8/31時点。

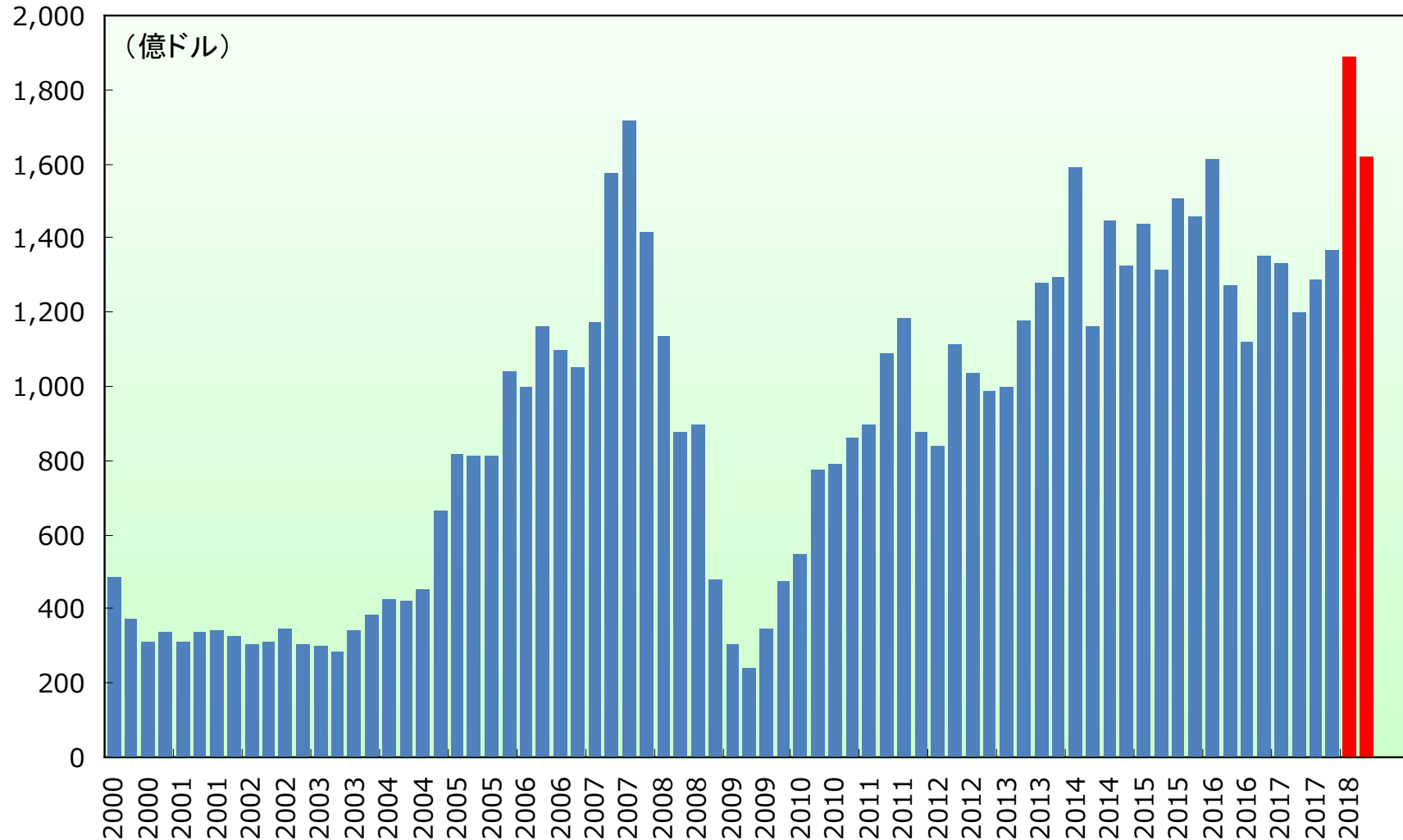
アップル決算の事前予想との乖離と翌日株価



(出所)Bloombergより大和証券作成

業績堅調なら高水準の自社株買いが続く

S&P500自社株買い実績



(出所))Factsetより大和証券作成

米中貿易摩擦は首脳会談での事態進展を期待

米中間の貿易摩擦を巡る問題

①	1月23日	米国が通商法201条に基づく緊急輸入制限(セーフガード)を発動。米国に輸入される洗濯機に最大50%、太陽光パネルに最大30%の関税を賦課
②	2月16日	米商務省が鉄鋼とアルミニウムの輸入制限をトランプ大統領に勧告
③	3月1日	トランプ大統領が鉄鋼とアルミニウムに追加関税を課す輸入制限発動の方針を表明
④	3月8日	鉄鋼・アルミニウムの輸入制限が正式に決定(3/23より発動)
⑤	3月22日	米政府は中国による知的財産権の侵害を理由に、500億ドル相当の中国製品に高関税を課す制裁措置を正式表明
⑥	4月2日	中国が米国産の豚肉やワインなど128品目に最大25%の関税を課す報復措置を発動
⑦	4月3日	米政府が通商法301条に基づき中国の産業機械など約1,300品目に高関税を課す具体案を公表
⑧	4月4日	中国が大豆、牛肉、自動車、飛行機など106の米国製品へのさらなる報復関税計画を発表
⑨	4月5日	トランプ大統領は1,000億ドル相当の品目について追加関税を検討するよう米通商代表部(USTR)に指示
⑩	5月11日	USTRの制裁関税分野等についての意見を募るパブリックコメント受付期限
⑪	6月15日	USTRが対中関税リストを公表(1,102品目・500億ドル相当) 7月6日から発動(340億ドル分)
⑫	6月16日	中国が報復関税発表(659品目・500億ドル相当) 7月6日から発動(340億ドル分)
⑬	7月6日	米中が相互に340億ドル相当の関税引き上げを発動(米818品目、中545品目)
⑭	7月10日	USTRが追加関税リストを公表(6,031品目・2,000億ドル相当に10%)
⑮	8月1日	米側が準備する2,000億ドル相当への関税について、トランプ大統領が10%から25%への引き上げをUSTRに指示
⑯	8月3日	中国が追加的な報復関税発表(5,207品目・600億ドル相当に5~25%)
⑰	8月7・8日	米中が残りの160億ドル相当に対する関税引き上げの発動を表明
⑱	8月23日	米中が160億ドル相当に対する関税引き上げを発動
⑲	9月17日	米政権が2,000億ドル相当に対する関税引き上げの発動を表明(5,745品目に10%、9/24から)
⑳	9月18日	中国追加的な報復関税発表(5~10%、9/24から)

(出所) 各種資料より大和証券作成

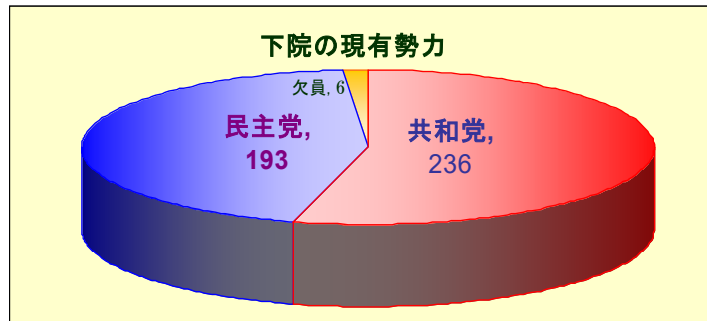
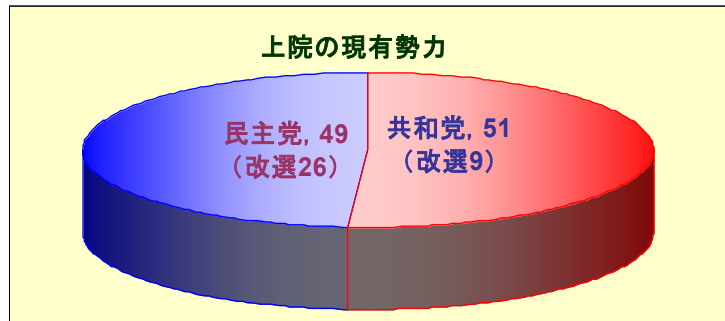
IMFは世界経済見通しを下方修正

IMFの世界経済見通し(18年10月)

	2015	2016	2017 (推計)	2018(予想)		2019(予想)	
				10月時点	7月比	10月時点	7月比
世界	3.4	3.2	3.7	3.7	▲0.2	3.7	▲0.2
先進国	2.1	1.7	2.3	2.4	0.0	2.1	▲0.1
日本	1.1	1.0	1.7	1.1	0.1	0.9	0.0
米国	2.6	1.5	2.2	2.9	0.0	2.5	▲0.2
英国	2.2	1.8	1.7	1.4	0.0	1.5	0.0
ユーロ圏	2.0	1.8	2.4	2.0	▲0.2	1.9	0.0
新興途上国	4.3	4.4	4.7	4.7	▲0.2	4.7	▲0.4
中国	6.9	6.7	6.9	6.6	0.0	6.2	▲0.2
インド	8.0	7.1	6.7	7.3	0.0	7.4	▲0.1
ブラジル	▲3.8	▲3.5	1.0	1.4	▲0.4	2.4	▲0.1
ロシア	▲2.8	▲0.2	1.5	1.7	0.0	1.8	0.3

(出所)IMFより大和証券作成

上院で共和党・下院で民主党有利も混戦模様



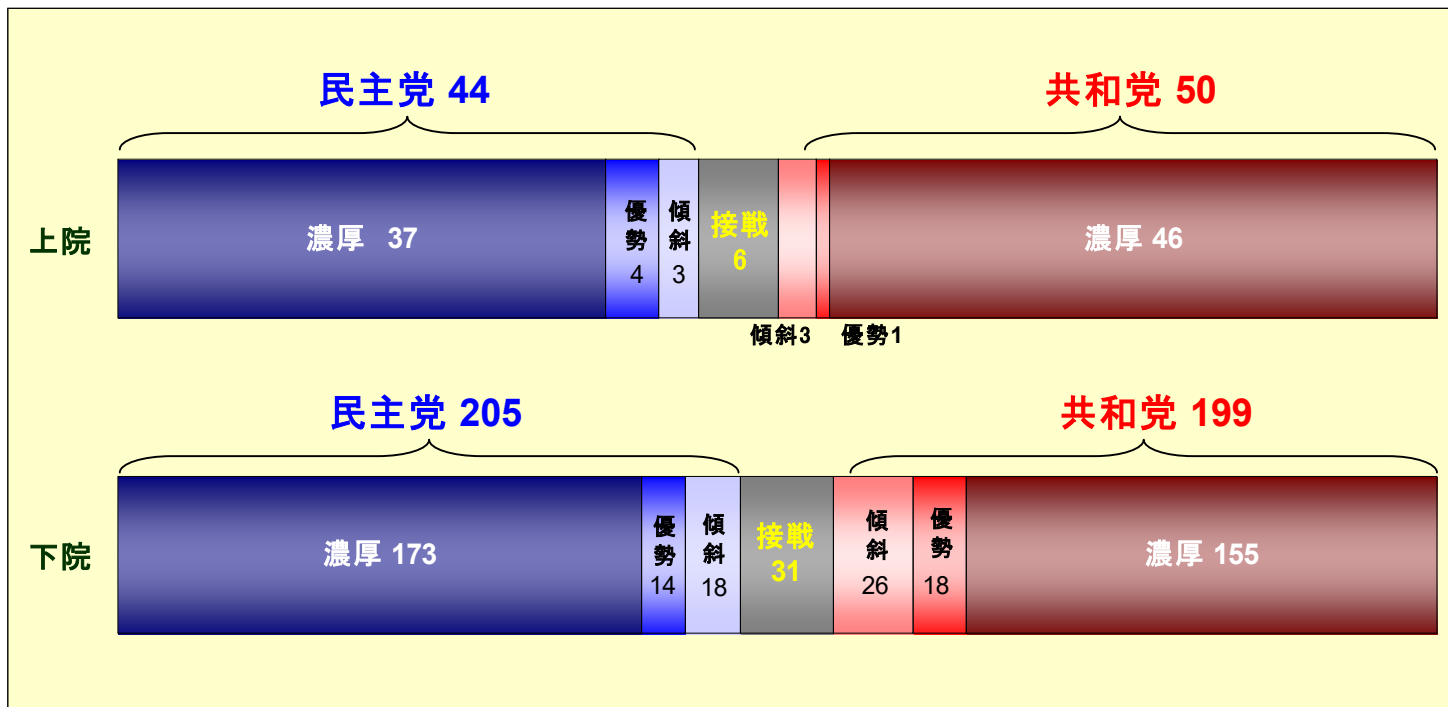
➤ 市場では、「上院は共和党、下院は民主党勝利」がコンセンサス。

➤ 中間選挙による与党敗北、多数政党交代はよくあることで、どちらかという、それが普通。

➤ ただ、接戦州も多いことから、結果はフタを開けてみるまで分からない。

➤ 上下両院共和党、もしくは上下両院民主党となる可能性も一定割合存在する。

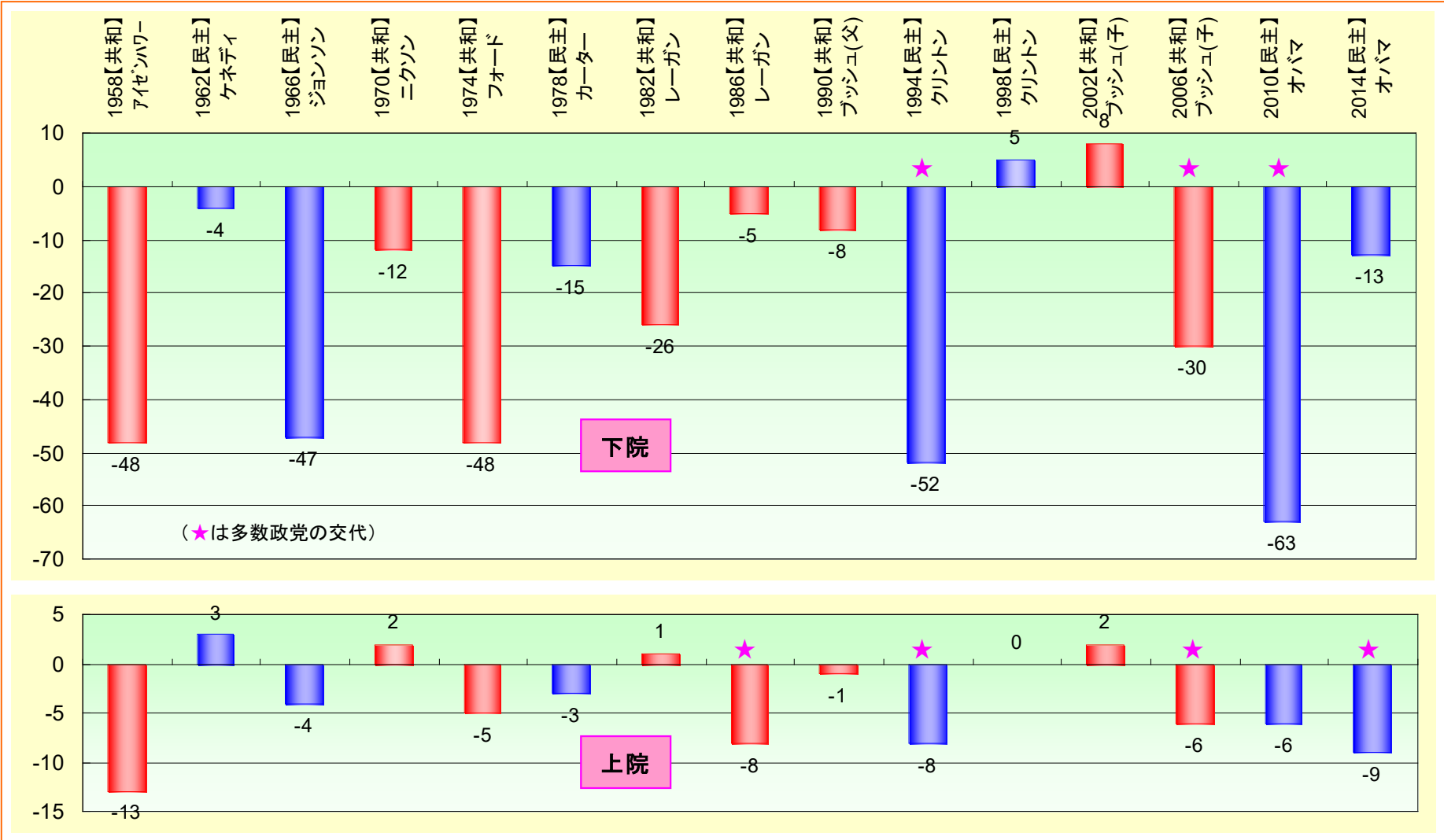
➤ 06年には、大統領から上下両院まで、共和党が一党支配するなかで、民主党が上下両院を奪取。



(出所)リアル・クリア・ポリティクスより大和証券作成 (注)10/22時点

中間選挙は与党敗北がセオリー

中間選挙における議席数の増減



(出所) 各種資料より大和証券作成

勝敗パターン別の各種シナリオ

		上 院	
		共和党	民主党
下 院	民主党	【株式】 コンセンサス通りで概ねニュートラルな反応。アク抜けで、その後はリスク選好が強まる可能性も。 【為替・金利】 市場の反応は限定的。 【貿易問題】 中国との覇権を争う摩擦は継続。中間選挙を意識した強硬姿勢演出は弱まる可能性がある。 【政治・その他】 下院・民主党による大統領の弾劾訴追が可能に。ただ、上院を共和党が支配する限り、承認される可能性は低い。弾劾なし。 55%	【株式】 トランプ政権のリーダーシップの低下が、株式市場にはマイナスに働く。大統領弾劾なら政治は混乱。 【為替・金利】 ネガティブ・サプライズで、市場は金利低下、ドル売りで反応か。 【貿易問題】 民主党が上下両院を支配すると、保護主義色がより強まるとの見方も。貿易摩擦は継続。 【政治・その他】 トランプ大統領の弾劾の可能性が高まる。法人減税の一部撤廃を求める圧力が強まりそう。インフラ法案の推進も。 15-20%
	共和党	【株式】 トランプ政権の信任が確認され、トランプ相場が続行。株式市場にとっては、もっともポジティブなシナリオ。 【為替・金利】 最もポジティブな組合せで、リスクオンのドル買い。 【貿易問題】 強硬姿勢は弱まる可能性があるが、対決姿勢に変化なし。国民の支持を得ることで、多少の経済的犠牲もいとわないかも。 【政治・その他】 大統領の弾劾がないことはもちろんのこと、20年の大統領選に向けて再選の道が開かれる。インフラ投資・減税策推進。 20%	【株式】 市場があまり想定していない組み合わせだが、「ねじれ」の構図であることに変わりない。ほぼニュートラル。 【為替・金利】 上院を民主党が握るのはサプライズでドル売りで反応。 【貿易問題】 その他のパターンと同様に、米中貿易摩擦を引き摺る展開に。 【政治・その他】 下院共和党からの弾劾訴追はなし。 5-10%

(出所)各種資料より大和証券作成

NYダウ年末28,000ドルに向けたチャレンジ

株価予想レンジ

		18年 9月末実績	10-12月期 E	19年 1-3月期 E	4-6月期 E	7-9月期 E
NYダウ (ドル)	期末値		27,500	27,500	28,000	28,500
	予想レンジ	26,458.31	24,500 ~ 28,000	25,000 ~ 28,000	25,500 ~ 29,000	26,000 ~ 29,500
ナスダック (ポイント)	期末値		8,100	8,100	8,300	8,400
	予想レンジ	8,046.35	7,200 ~ 8,200	7,300 ~ 8,200	7,500 ~ 8,500	7,600 ~ 8,600
S&P500 (ポイント)	期末値		3,000	3,000	3,050	3,100
	予想レンジ	2,913.98	2,700 ~ 3,100	2,700 ~ 3,100	2,750 ~ 3,150	2,800 ~ 3,200

(出所) 大和証券作成

ダイワ・セレクション

コード [市場]	社名	コメント
AAPL [NAS]	アップル	米国のスマートフォン大手。サービス事業急拡大は安心材料。自社株買いによりEPSは純利益を大幅に上回る伸び
AMZN [NAS]	アマゾン・ドット・コム	米国Eコマース最大手。データセンター等の先行投資に稼働率上昇が追随する利益創出局面。暫くは好循環が続こう
GOOGL [NAS]	アルファベット	Googleを傘下に置く持株会社。主力の広告事業は好調も、個人情報規制強化懸念などニュースフローは芳しくない
MSFT [NAS]	マイクロソフト	ソフト開発最大手。ハイブリッドクラウド構築での優位性を維持しており、利益率上昇を伴った売上成長が続こう
CRM [NY]	セールスフォース・ドットコム	CRMサービス大手。減税、レバトリで現金過多な事業会社からの需要が強く、継続した成長が期待できよう
ADP [NAS]	オートマチック・データ・プロセッシング	人事関連のクラウドサービスが着実に拡大。年間配当は18年6月期まで43期連続増配に
NVDA [NAS]	エヌビディア	GPU（画像処理装置）開発会社。新商品投入によるゲーム事業の拡大に期待。8-10月期決算発表は11/15の予定
PYPL [NAS]	ペイパル・ホールディングス	電子決済大手。18年7-9月期は年間稼働会員数増加の勢いが加速。個人間送金アプリの収益化期待も一段と高まった
V [NY]	ビザ	電子決済サービスで世界最大手の一角。18年度の調整後EPSは会社見通しで前期比30%台前半の伸びが見込まれている
NKE [NY]	ナイキ	海外好調が続く中、北米の売上加速で好業績。今後も新製品投入やマーケティング戦略等の効果に期待
DIS [NY]	ウォルト・ディズニー	総合娯楽企業。2019年開始のディズニーブランド動画配信サービスが中期的な焦点。7-9月決算発表は11/8の予定
JPM [NY]	J P モルガン・チェース	米最大手銀行の一角。18年7-9月期は増収増益。純資金利鞘は前四半期比で拡大
BAC [NY]	バンク・オブ・アメリカ	米最大手銀行の一角。18年7-9月期は増収増益。投資が増える中でも営業費用は引き続き抑制
MSCI [NY]	M S C I	運用残高の伸び鈍化はESG関連の拡販などで補う方針。アジアでの事業強化も狙う
ZTS [NY]	ゾエティス	動物用医薬品世界シェア1位。家畜用・ペット用の両輪で、市場成長の恩恵享受・シェア拡大による成長が続こう
RMD [NY]	レスメド	睡眠時無呼吸症候群(SAS)の治療機器の製造販売大手。SASの認知度向上による業績拡大余地は大きい
MDT [NY]	メドトロニック	医療機器で世界シェアトップ。積極的な買収と開発投資で製品分野を拡大

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大 1.24200%（但し、最低 2,700 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大 0.97200%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、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。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108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

【保有株式等について】

大和証券は、このレポートに記載された会社が発行する株券等を保有し、売買し、または今後売買することがあります。大和証券グループが、株式等を合計 5%超保有しているとして大量保有報告を行っている会社は以下の通りです。（平成 30 年 9 月 28 日現在）

三井松島ホールディングス(1518) シード平和(1739) 大末建設(1814) 翻訳センター(2483) アドウェイズ(2489) アイケイ(2722) セキュアヴェイル(3042) ラクト・ジャパン(3139) 三洋貿易(3176) ANAP(3189) 日本ヘルスケア投資法人(3308) タイセイ(3359) 内外テック(3374) サカイオーベックス(3408) ケー・エフ・シー(3420) 宮地エンジニアリンググループ(3431) サムティ・レジデンシャル投資法人(3459) ケイアイスター不動産(3465) 大江戸温泉リゾート投資法人(3472) ザイマックス・リート投資法人(3488) ウイルプラスホールディングス(3538) デファクトスタンダード(3545) ネオス(3627) GMOベバボ(3633) パビレス(3641) エイチチーム(3662) モブキャストホールディングス(3664) エニグモ(3665) テクマトリックス(3762) インフォテリア(3853) テラスカイ(3915) ダブルスタンダード(3925) うるる(3979) テモナ(3985) シェアリングテクノロジー(3989) すららネット(3998) ラサ工業(4022) 田岡化学工業(4113) 旭有機材(4216) テイクアンドギフ・ニーズ(4331) アイ・ピー・エス(4390) 第一工業製薬(4461) ジーンテクノサイエンス(4584) フォーカスシステムズ(4662) 日本コンピュータ・ダイナミクス(4783) 日本色材工業研究所(4920) ハーバー研究所(4925) OATアグリオ(4979) ヨータイ(5357) 日本金属(5491) 大紀アルミニウム工業所(5702) 日本伸銅(5753) 東京製綱(5981) 三機サービス(6044) トレンダーズ(6069) 岡本工作機械製作所(6125) ロゼッタ(6182) 妙徳(6265) 在研実業(6328) テセック(6337) 三精テクノロジー(6357) 日本ピストンリング(6461) 三相電機(6518) Orchestra Holdings(6533) インターネットインフィニティ(6545) エスユーエス(6554) みらいワークス(6563) コンヴァン(6574) ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス(6575) エレコム(6750) アドバンテスト(6857) ASTI(6899) エノモト(6928) アストマックス(7162) GMOフィナンシャルホールディングス(7177) 日本モーゲージサービス(7192) プレミアグループ(7199) 初穂商事(7425) ダイtron(7609) インターアクション(7725) 大興電子通信(8023) ユニー・ファミリーマートホールディングス(8028) ルックホールディングス(8029) サンワテクノス(8137) マネーパートナーズグループ(8732) フジ住宅(8860) 大和証券オフィス投資法人(8976) 日本賃貸住宅投資法人(8986) プティックス(9272) エフオン(9514) 燦ホールディングス(9628) ユニマットリティアメント・コミュニケーション(9707) 帝国ホテル(9708) 学究社(9769) 元気寿司(9828) 日本電計(9908)（銘柄コード順）

【主幹事を担当した会社について】

大和証券は、平成 29 年 10 月以降下記の銘柄に関する募集・売出し（普通社債を除く）にあたり主幹事会社を担当しています。

ホクト(1379) アクシーズ(1381) E・Jホールディングス(2153) パソナグループ(2168) ヤクルト本社(2267) ユニゾホールディングス(3258) アクティブ・プロパティーズ投資法人(3279) 東急不動産ホールディングス(3289) One リート投資法人(3290) ヒューリックリート投資法人(3295) トーセイ・リート投資法人(3451) サムティ・レジデンシャル投資法人(3459) 三井不動産ロジスティクスパーク投資法人(3471) 三菱地所物流リート投資法人(3481) 伊藤忠アドバンス・ロジスティクス投資法人(3493) シーティーエス(4345) ラスル(4384) メルカリ(4385) バンク・オブ・イノベーション(4393) システムサポート(4396) アサヒホールディングス(5857) チャーム・ケア・コーポレーション(6062) アトラエ(6194) オプトラン(6235) 大同工業(6373) クックビズ(6558) エル・ティ・エス(6560) ABホテル(6565) キュービーネットホールディングス(6571) ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス(6575) ルネサスエレクトロニクス(6723) 星和電機(6748) エノモト(6928) CRGホールディングス(7041) アクセスグループ・ホールディングス(7042) ジャパンインベストメントアドバイザー(7172) GMOフィナンシャルホールディングス(7177) アイベット損害保険(7323) 南陽(7417) タカショー(7590) サンワテクノス(8137) 清水銀行(8364) 愛知銀行(8527) カチタス(8919) サンフロンティア不動産(8934) オリックス不動産投資法人(8954) 大和ハウスリート投資法人(8984) SGホールディングス(9143) ナルミヤ・インターナショナル(9275) スマートバリュー(9417)（銘柄コード順）