

2018 年 11 月 2 日

## The Emerging Markets Weekly

### 米中間選挙後は株価上昇のアノマリー

**新興国市場:**先週 26 日に発表された米 7～9 月期 GDP(1 次速報)は前期比年率+3.5%と市場予想(同+3.3%)を上回ったが、米企業決算の発表が軟調となっていることを背景に米株が反落した。週明け 29 日のアジア時間は様子見ムードが広がり大半の通貨が横ばい。メキシコで 25～28 日に実施されたメキシコシティ国際空港の代替施設建設の是非を問う国民投票では、反対票が多数を占める結果となり MXN は下押しされた。ブラジルで行われた大統領選の決選投票(10 月 28 日)ではボルソナロ氏が勝利し BRL は一時上昇したが、同氏が表明している改革がどの程度実行されるかを巡る懸念から下落した。30 日、トランプ米大統領が米中貿易交渉に対し「素晴らしい取引を見込む」と述べたことを背景にリスク回避ムードが和らぐも、CNY が 2008 年以来の安値をつける中、他のアジア通貨は動意の薄い展開。TRY は引き続き対米関係やトルコ中央銀行(CBRT)の独立性を巡る懸念が緩和したことから上昇した。31 日は前日の米株反落を受けてアジア株も堅調となり、アジア通貨の大半は小幅に上昇。INR はインド準備銀行(RBI、中央銀行)のパテル総裁が辞任を検討する可能性との報道を背景に下落した。また、TRY はトルコ政府が減税計画を発表したことを材料に売られ、大手格付け会社がメキシコの格付け見通しを「ネガティブ」に変更したことを背景に MXN は軟化した。ZAR は南アフリカ 9 月貿易収支が赤字に転じたことが重しとなった。11 月 1 日は中国のインフラ投資拡大計画が好感されてアジア通貨堅調に推移した。その後、英国の欧州連合(EU)離脱を巡る交渉の進展を示唆する報道が続いたことでリスクセンチメントが改善し、ZAR、TRY、MXN などは値を上げた。

**アジア:**RBI のパテル総裁は、RBI と政府の対立が深まっていることを背景に辞任を検討する可能性があることと報じられた。26 日に RBI のアチャル副総裁の講演で、政府と RBI の意見対立を公にしたことを巡り困惑が広がっている。アチャル副総裁は、RBI の独立性が損なわれれば「壊滅的な自体になりかねない」と警告し、モディ政権からの融資規制緩和や RBI の権限縮小などの要求に反発する姿勢を示した。

**ラテンアメリカ:**10 月 28 日に行われたブラジル大統領選の決選投票では、事前の世論調査通り、右派・社会自由党(PSL)のジャイル・ボルソナロ下院議員が勝利した。任期は 2019 年 1 月 1 日から 4 年間。ボルソナロ氏の投票率は 55%で、左派・労働党(PT)候補のフェルナンド・アダジ元サンパウロ市長は 45%だった。ボルソナロ氏の勝利の一因は汚職や治安悪化への対策であり、犯罪や汚職には厳罰で臨む考えを鮮明にしている。また、経済政策では市場重視を強調しており、テメル現政権の経済改革路線を基本的に継承する姿勢を示している。財務相候補には財政規律を重んじる経済学者のパウロ・ゲジス氏が指名される見込みであり、財政再建に向け年金制度の改革や国営企業の民営化などの推進が期待される。ブラジル中央銀行(BCB)は 10 月 30～31 日に金融政策会合を開催し政策金利を 6.50%に据え置いた。据え置きは 5 会合連続。

国際為替部  
マーケット・エコノミスト  
堀内 隆文  
03-3242-7065  
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

マーケット・エコノミスト  
多田 健太  
03-3242-7065  
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜  
03-3242-7065  
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

## 市場概観

### 米中間選挙後は株価上昇のアノマリー

マーケット・エコノミスト  
多田 健太  
03-3242-7065  
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

ここ 1 か月間は株式市場が大きく変動している。世界同時株安の引き金となったのは 10 月 10 日の米国株式市場の急落だ。S&P500 種指数は▲3.29%と急落し、2 月以降で最大の下げ幅を記録。翌 11 日も▲2.06%と前日の急落から一段安となった。2018 年 10 月 19 日号「タームプレミアム復活を警戒すべき時」でも議論したが、米国株式市場が崩れた最大の要因は米長期金利の上昇とみられる。その後は買い戻しの動きもみられたものの、一部企業の決算や業績見通しへの失望などから 10 月後半にかけて再び急落を繰り返し、第二波の調整が訪れるよくあるパターンが見られている。

もっとも、市場ではこのまま米国株式市場が弱気相場に転じる局面変化と捉えている向きは多くない。確かに、株式市場は大荒れだが、例えばクレジット市場などは大きく崩れてはいない(図表 1)。また VIX 指数は 20 を超える水準まで上昇しており、投資家の不安が高まっていることを示しているものの、2 月の VIX ショックの水準には及ばない(図表 2)。元より、米国株は年初から 1 人勝ちの様相を呈し、いわゆる「米国株プレミアム」が乗った状態で調整が入りやすかったとも言える。足許の株安を受けて、S&P500 種指数の 12 か月先予想株価収益率(PER)は 15.3 倍と、過去 10 年平均の 14.9 倍を上回るものの、2018 年 1～9 月平均の 16.9 倍よりは低下している(図表 3)。欧州やその他の国と比べると依然として高い水準ではあるものの、米国経済の堅調さを踏まえれば相応に調整が進んだ印象である。

11 月 6 日には米国の中間選挙が予定されており、金融市場の関心が集まっている。図表 4 は 1950 年以降の米国の中間選挙に関し、中間選挙の年と翌年の株価の推移を示したもののだが、これを見ると、選挙前までは株価の上値が重く、選挙後は上昇するアノマリーが確認できる。今年もこのアノマリーに従うのならば、来週以降、再び米国株式市場は再び持ち直していくと考えられる。

図表 1:米国ハイイールド社債スプレッド(対国債 OAS、%pt)



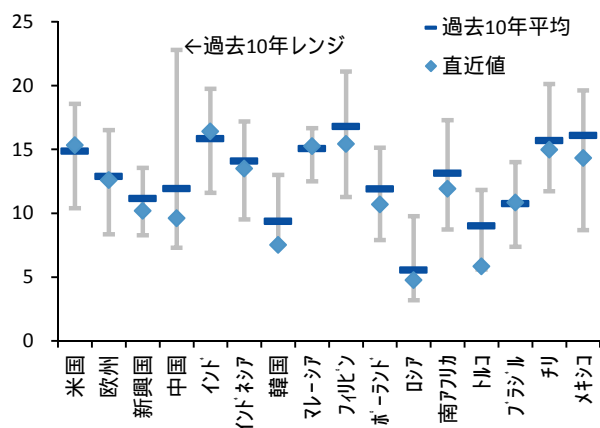
出所:米セントルイス連邦準備銀行、みずほ銀行

図表 2:S&P500 種指数と VIX 指数



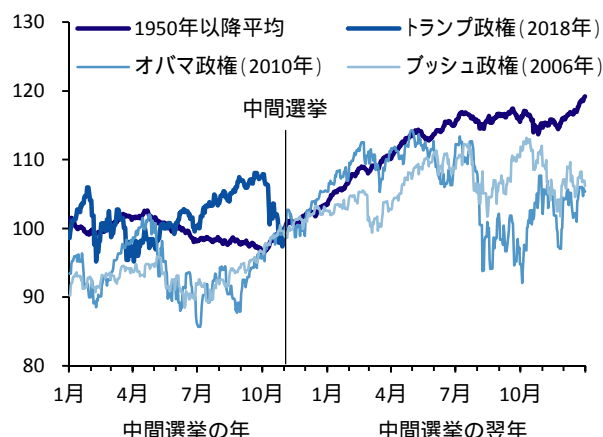
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 主要国株式の 12 か月先予想 PER



出所: データストリーム、I/B/E/S、みずほ銀行

図表 4: 米中間選挙と S&amp;P500 種指数



注: 中間選挙投票日=100として指数化。2018 年は 10 月 31 日を 100 として基準化。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

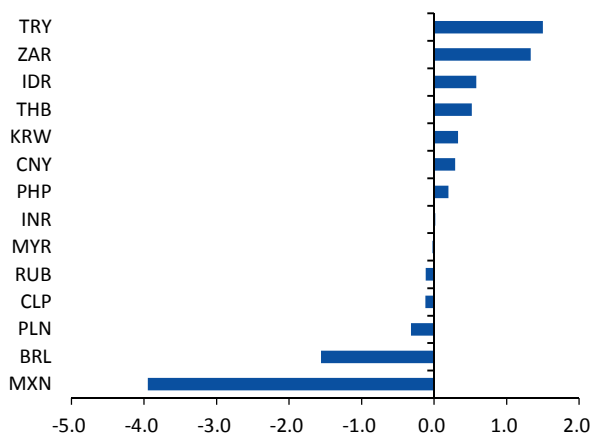
ただし、米国株式市場の下落が調整の範囲で終わり反発したとしても、戻り余地は限られそうだ。中間選挙を巡っては、共和党は上院で過半数を維持するものの、下院は民主党が制し、「ねじれ議会」となる可能性が高まっている。この場合、過去の大半の中間選挙後の動きとは異なり、先行き 1 年以内に再び株価が調整を迫られるリスクがある。2006 年(ブッシュ政権)と 2010 年(オバマ政権)の中間選挙ではねじれ議会となったが、この 2 回の中間選挙後は 1 年以内に株価が大幅な調整局面を経験している(図表 4)。

また、FRB は金融政策の正常化路線を続ける意向であり、貿易戦争の悪影響も引き続き無視できない。2020 年には法人減税の効果が切れて景気に下押し圧力がかかる懸念があるなか、景気拡大局面が 10 年目に突入した米国経済は 2020 年以降に景気後退に陥るとの見方も増えている。景気サイクルの終盤では株価が力強く上昇する傾向があるため、再び高値を更新する可能性があるものの、その後待ち受けるのは本格的な株価の下落だろう。

新興国については、これまでに何度も調整を迫れてきたため、景気サイクルの終盤には進んでいないとみられる。また、新興国株式市場は 2018 年初から軟調に推移しており、図表 3 に示した通り、相対的に割安感が強い。このため、為替市場でドル安が進んだ場合などにおいては、新興国へと資金が流入し、株価が堅調となる可能性は否定できない。もっとも、FRB が四半期ごとの利上げを継続すると同時に、粛々とバランスシートの縮小を進めている状況下で、新興国に資金が向かうかは相当に不確かである。また近年と同様に、新興国の中でも選別の動きが続く可能性が高く、ファンダメンタルズや政治情勢などに厳しい目が向けられるだろう。当面は新興国市場に関し、慎重な姿勢で臨みたいところである。

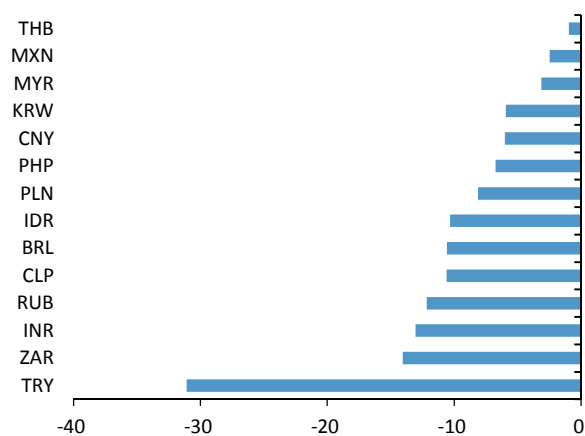
## 金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



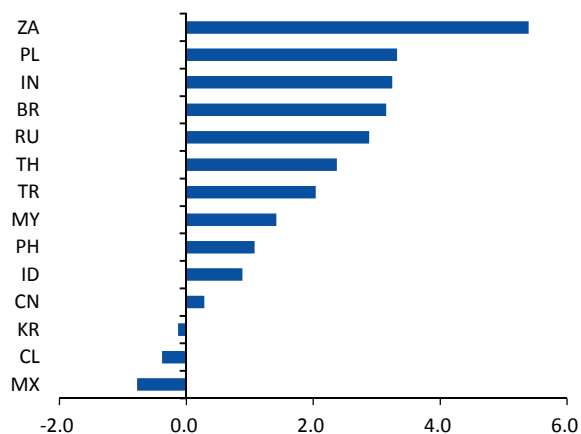
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



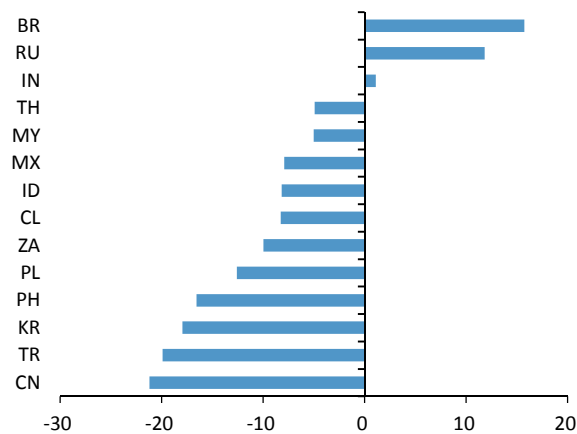
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



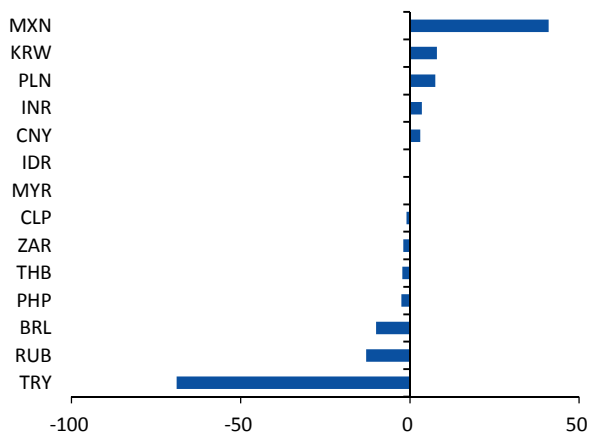
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



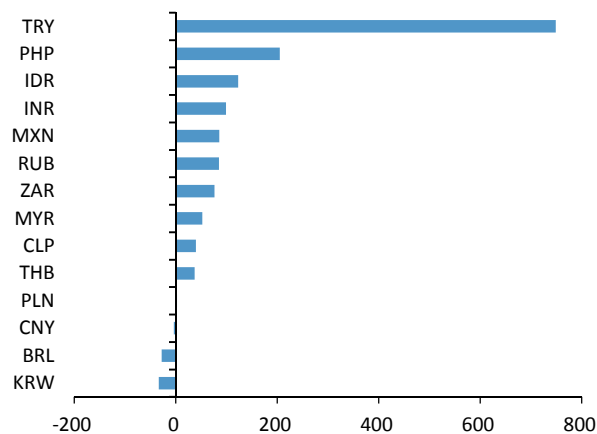
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

5 年物スワップレート週間変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

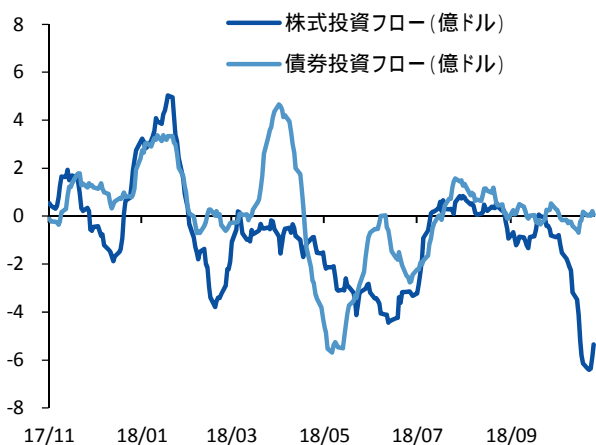
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

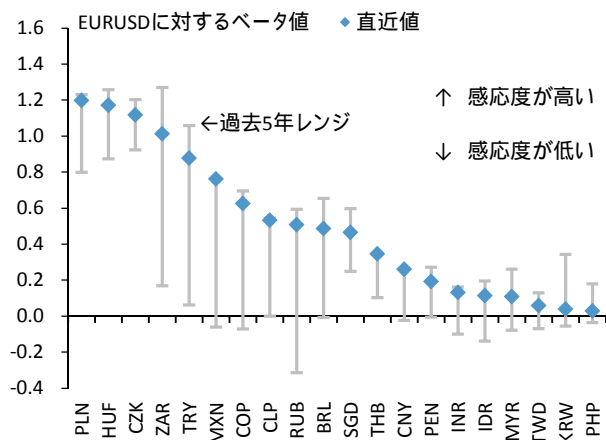
# チャート集

## 主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



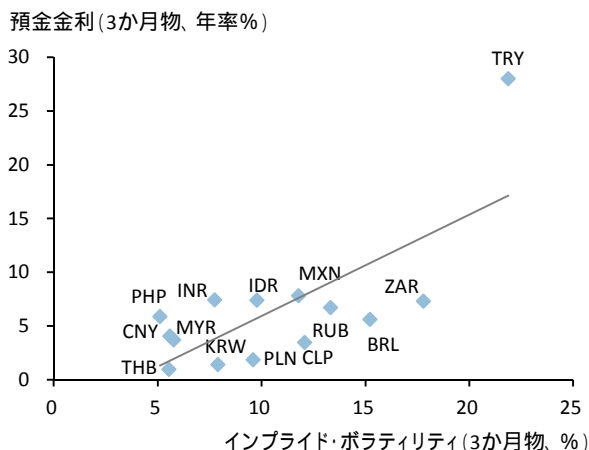
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



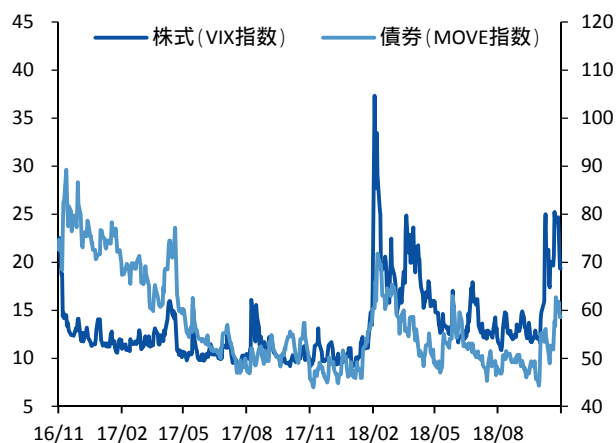
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 新興国の預金金利と為替ボラティリティ



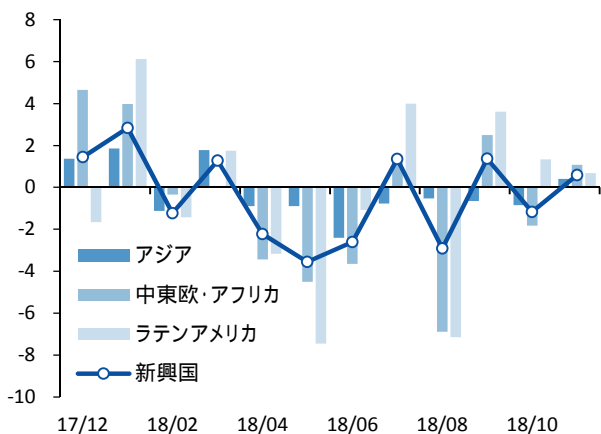
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



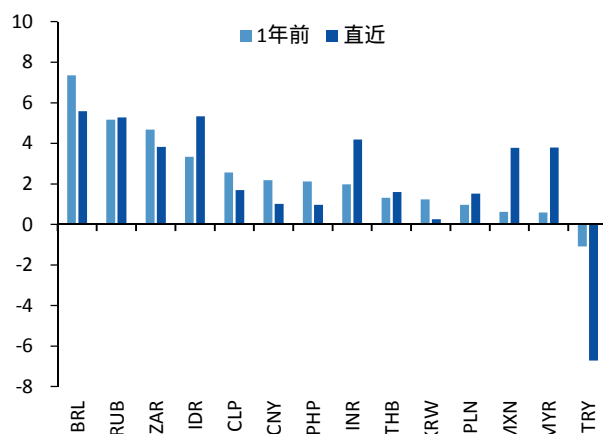
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 実質金利(10 年物国債金利 - 消費者物価上昇率、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 新興国経済カレンダー

| 日付               | 国      | 経済指標・イベント           | 市場予想     | 発表値     | 前回値       | 修正値     |
|------------------|--------|---------------------|----------|---------|-----------|---------|
| <b>エマージングアジア</b> |        |                     |          |         |           |         |
| 10月31日 (水)       | 韓国     | 鉱工業生産(前年比)          | -5.1%    | -8.4%   | 2.5%      | --      |
| 31日 (水)          | 中国     | 非製造業PMI             | 54.6     | 53.9    | 54.9      | --      |
| 31日 (水)          | 中国     | 製造業PMI              | 50.6     | 50.2    | 50.8      | --      |
| 31日 (水)          | タイ     | 貿易収支                | --       | \$1963m | \$604m    | --      |
| 31日 (水)          | タイ     | 国際収支:経常収支           | \$1180m  | \$2369m | \$753m    | --      |
| 31日 (水)          | 台湾     | GDP(前年比)            | 2.5%     | 2.3%    | 3.3%      | --      |
| 11月1日 (木)        | 韓国     | CPI(前年比)            | 2.0%     | 2.0%    | 1.9%      | --      |
| 1日 (木)           | 韓国     | 貿易収支                | \$7400m  | \$6552m | \$9746m   | \$9565m |
| 1日 (木)           | 韓国     | 日経韓国製造業PMI          | --       | 51.0    | 51.3      | --      |
| 1日 (木)           | 台湾     | 日経台湾製造業PMI          | --       | 48.7    | 50.8      | --      |
| 1日 (木)           | インドネシア | 日経インドネシア製造業PMI      | --       | 50.5    | 50.7      | --      |
| 1日 (木)           | 中国     | Caixin中国製造業PMI      | 50.0     | 50.1    | 50.0      | --      |
| 1日 (木)           | タイ     | CPI(前年比)            | 1.3%     | --      | 1.3%      | --      |
| 1日 (木)           | インドネシア | CPI(前年比)            | 3.1%     | --      | 2.9%      | --      |
| 1日 (木)           | インド    | 日経インド製造業PMI         | --       | --      | 52.2      | --      |
| 2日 (金)           | シンガポール | 購買部景気指数             | 52.2     | --      | 52.4      | --      |
| 5日 (月)           | 中国     | Caixin中国PMIサービス業    | 52.8     | --      | 53.1      | --      |
| 5日 (月)           | マレーシア  | 貿易収支MYR             | --       | --      | 1.61b     | --      |
| 5日 (月)           | インドネシア | GDP(前年比)            | 5.2%     | --      | 5.3%      | --      |
| 6日 (火)           | 韓国     | 国際収支:経常収支           | --       | --      | \$8439.8m | --      |
| 6日 (火)           | フィリピン  | CPI(前年比, 2012年=100) | 6.6%     | --      | 6.7%      | --      |
| 6日 (火)           | 台湾     | CPI(前年比)            | --       | --      | 1.7%      | --      |
| 7日 (水)           | フィリピン  | 貿易収支                | -\$3149m | --      | -\$3513m  | --      |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |        |                     |          |         |           |         |
| 10月31日 (水)       | 南ア     | 貿易収支(ラント)           | 4.2b     | -3.0b   | 8.8b      | --      |
| 11月1日 (木)        | ロシア    | マーケット・ロシア製造業PMI     | 50.3     | --      | 50.0      | --      |
| 1日 (木)           | トルコ    | マーケット・ISOTURK製造業PMI | --       | --      | 42.7      | --      |
| 1日 (木)           | 南ア     | Absa 製造業 PMI        | 44.0     | --      | 43.2      | --      |
| 5日 (月)           | トルコ    | CPI(前年比)            | --       | --      | 24.5%     | --      |
| 6-7日             | ロシア    | CPI(前年比)            | 3.6%     | --      | 3.4%      | --      |
| 8日 (木)           | 南ア     | 製造業生産(季調済/前月比)      | --       | --      | 0.1%      | --      |
| 9日 (金)           | ロシア    | 貿易収支                | 17.8b    | --      | 15.8b     | --      |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |        |                     |          |         |           |         |
| 10月30日 (火)       | ブラジル   | FGVインフレIGPM(前年比)    | 10.8%    | 10.8%   | 10.0%     | --      |
| 30日 (火)          | メキシコ   | GDP(季調前/前年比)        | 2.4%     | 2.6%    | 2.6%      | --      |
| 11月1日 (木)        | ブラジル   | SELICレート            | 6.50%    | 6.50%   | 6.50%     | --      |
| 1日 (木)           | ブラジル   | 鉱工業生産(前年比)          | -0.8%    | --      | 2.0%      | --      |
| 1日 (木)           | ブラジル   | マーケット・ブラジルPMI製造業    | --       | --      | 50.9      | --      |
| 2日 (金)           | メキシコ   | マーケット・メキシコ製造業PMI    | --       | --      | 51.7      | --      |
| 2日 (金)           | ブラジル   | 貿易収支(月次)            | \$6700m  | --      | \$4971m   | --      |
| 6日 (火)           | メキシコ   | 消費者信頼感指数            | --       | --      | 101.7     | --      |
| 6日 (火)           | メキシコ   | 総設備投資               | --       | --      | 5.0%      | --      |
| 7日 (水)           | ブラジル   | IBGEインフレ率IPCA(前年比)  | --       | --      | 4.5%      | --      |
| 8日 (木)           | メキシコ   | CPI(前年比)            | --       | --      | 5.0%      | --      |
| 9日 (金)           | メキシコ   | 鉱工業生産(季調前/前年比)      | --       | --      | 0.2%      | --      |

注: 2018 年 11 月 2 日現在、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、その正確性を全面的に保証するものではありません。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 為替相場見通し

|                  |          | 2018年<br>1～10月(実績) | SPOT    | 2018年<br>12月 | 2019年<br>3月 | 6月    | 9月    | 12月   |
|------------------|----------|--------------------|---------|--------------|-------------|-------|-------|-------|
| <b>対ドル</b>       |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| <b>エマージングアジア</b> |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| 中国人民元            | (CNY)    | 6.2431 ~ 6.9799    | 6.9233  | 6.90         | 6.85        | 6.85  | 6.80  | 6.80  |
| 香港ドル             | (HKD)    | 7.7930 ~ 7.8500    | 7.8345  | 7.84         | 7.83        | 7.83  | 7.82  | 7.82  |
| インドルピー           | (INR)    | 63.246 ~ 74.483    | 73.454  | 74.5         | 72.0        | 69.8  | 68.5  | 68.5  |
| インドネシアルピア        | (IDR)    | 13263 ~ 15284      | 15128   | 15500        | 14900       | 14700 | 14500 | 14250 |
| 韓国ウォン            | (KRW)    | 1054.18 ~ 1144.73  | 1138.28 | 1150         | 1140        | 1130  | 1130  | 1130  |
| マレーシアリング         | (MYR)    | 3.8533 ~ 4.1858    | 4.1778  | 4.22         | 4.16        | 4.10  | 3.98  | 3.96  |
| フィリピンペソ          | (PHP)    | 49.705 ~ 54.480    | 53.213  | 54.5         | 54.9        | 54.7  | 54.5  | 54.1  |
| シンガポールドル         | (SGD)    | 1.3009 ~ 1.3873    | 1.3765  | 1.39         | 1.36        | 1.35  | 1.35  | 1.33  |
| 台湾ドル             | (TWD)    | 28.958 ~ 31.169    | 30.894  | 31.00        | 30.90       | 30.80 | 30.80 | 30.80 |
| タイバーツ            | (THB)    | 31.09 ~ 33.53      | 32.90   | 32.6         | 32.4        | 32.0  | 31.5  | 30.9  |
| ベトナムドン           | (VND)    | 22680 ~ 23363      | 23338   | 23550        | 23400       | 23350 | 23200 | 23000 |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ロシアルーブル          | (RUB)    | 55.5563 ~ 70.8422  | 65.6690 | 65.00        | 68.00       | 67.00 | 70.00 | 68.00 |
| 南アフリカランド         | (ZAR)    | 11.5078 ~ 15.6958  | 14.4186 | 14.00        | 14.50       | 14.00 | 13.70 | 13.50 |
| トルコリラ            | (TRY)    | 3.7163 ~ 7.2362    | 5.5275  | 5.50         | 6.50        | 6.00  | 6.50  | 6.20  |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ブラジルレアル          | (BRL)    | 3.1214 ~ 4.2133    | 3.7018  | 3.55         | 3.55        | 3.63  | 3.70  | 3.80  |
| メキシコペソ           | (MXN)    | 17.9401 ~ 20.9605  | 20.1706 | 20.50        | 20.00       | 19.50 | 19.00 | 19.00 |
| <b>対円</b>        |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| <b>エマージングアジア</b> |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| 中国人民元            | (CNY)    | 15.925 ~ 17.543    | 16.281  | 15.94        | 15.91       | 15.62 | 15.44 | 15.15 |
| 香港ドル             | (HKD)    | 13.326 ~ 14.615    | 14.380  | 14.03        | 13.92       | 13.67 | 13.43 | 13.17 |
| インドルピー           | (INR)    | 1.506 ~ 1.790      | 1.534   | 1.48         | 1.51        | 1.53  | 1.53  | 1.50  |
| インドネシアルピア        | (100IDR) | 0.733 ~ 0.845      | 0.745   | 0.710        | 0.732       | 0.728 | 0.724 | 0.723 |
| 韓国ウォン            | (100KRW) | 9.634 ~ 10.681     | 9.970   | 9.57         | 9.56        | 9.47  | 9.29  | 9.12  |
| マレーシアリング         | (MYR)    | 26.449 ~ 28.395    | 27.001  | 26.07        | 26.20       | 26.10 | 26.38 | 26.01 |
| フィリピンペソ          | (PHP)    | 1.999 ~ 2.272      | 2.121   | 2.02         | 1.99        | 1.96  | 1.93  | 1.90  |
| シンガポールドル         | (SGD)    | 79.19 ~ 85.50      | 81.84   | 79.14        | 80.15       | 79.26 | 77.78 | 77.44 |
| 台湾ドル             | (TWD)    | 3.570 ~ 3.843      | 3.647   | 3.55         | 3.53        | 3.47  | 3.41  | 3.34  |
| タイバーツ            | (THB)    | 3.300 ~ 3.538      | 3.425   | 3.37         | 3.36        | 3.34  | 3.33  | 3.33  |
| ベトナムドン           | (100VND) | 0.4590 ~ 0.4992    | 0.4827  | 0.47         | 0.47        | 0.46  | 0.45  | 0.45  |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ロシアルーブル          | (RUB)    | 1.572 ~ 1.993      | 1.715   | 1.69         | 1.60        | 1.60  | 1.50  | 1.51  |
| 南アフリカランド         | (ZAR)    | 7.076 ~ 9.293      | 7.814   | 7.86         | 7.52        | 7.64  | 7.66  | 7.63  |
| トルコリラ            | (TRY)    | 15.463 ~ 30.311    | 20.369  | 20.00        | 16.77       | 17.83 | 16.15 | 16.61 |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ブラジルレアル          | (BRL)    | 26.388 ~ 35.131    | 30.437  | 30.99        | 30.70       | 29.48 | 28.38 | 27.11 |
| メキシコペソ           | (MXN)    | 5.270 ~ 6.163      | 5.585   | 5.37         | 5.45        | 5.49  | 5.53  | 5.42  |

注:1.実績の欄は2018年10月31日まで。SPOTは11月2日の8時30分頃。2.実績値はブルームバーグの値。3.予想の欄は四半期末の予想。4.見通しの値は『Emerging Market Monthly(11月2日発行)』および『中期為替相場見通し(11月1日発行)』に基づく。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料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、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。