



Weekly Market Report

Aug 22, 2022

FX, JPY Interest Rate, Topics

1. 為替相場概況

FRB委員の相次ぐタカ派発言の中、今週はパウエル議長の発言に注目

USD/JPY (1週間の値動き)



コメント

(出所) Bloomberg

週明け133円台で取引を開始したドル円相場は、15日に発表されたNY連銀製造業景況指数の結果が-33.3と事前予想5.0を大幅に下回ったことなどから、一時132円台半ばまで円高が進行。しかし、132円台の滞空時間は短く、翌16日に発表された7月米住宅建築許可数などの米経済指標が事前予想を上回ったことや、その後のFRB委員（ブラード総裁、カシュカリ総裁など）の相次ぐタカ派発言（75bp利上げ示唆、来年利下げ否定）を受けドル高円安進行する展開となり、週高値137円23銭を示現した後、136円台後半での越週となりました。

今週の注目材料は、週末に開催されるジャクソンホール会議におけるパウエル議長の発言です。同議長は前回（7月）FOMC後の記者会見では「ハト派」的な印象が目立ちましたが、直近FRB委員によるタカ派発言が相次ぐ中で、どういった発言をするかという点には注目です。尚、パウエル議長の発言次第ではドル円相場は更なる上昇や7月高値である139円39銭への警戒も必要であると考えます。（市場営業部/梅村）

今週の経済指標 (予定)

日付	イベント	予想
8/23(火)	(米国) 製造業PMI	52.0
8/23(火)	(米国) サービス業PMI	50.1
8/26(金)	(米国) PCEデフレーター	+6.8%
8/26(金)	(米国) ミシガン大学消費者信頼感指数	55.1
8/25-27	(米国) ジャクソンホール会議	

USD/JPY (5年間)



(出所) Bloomberg

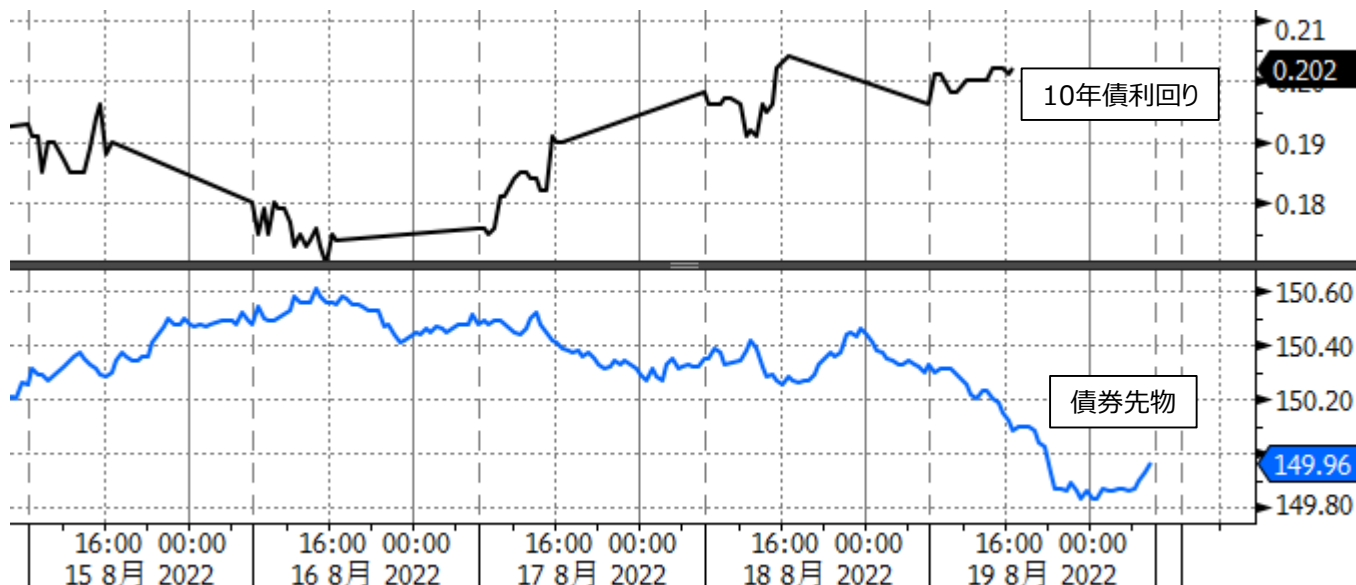
今週のレンジ予想 (USD/JPY)

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
下出康平	136.00 – 138.50	ジャクソン・ホール会議に注目。FRB関係者から利上げを継続するような発言があれば更なるドル高円安進行が考えられる。
三原大希	135.00 – 138.50	欧米勢が夏休みに入中、週末のPCEデフレーター発表、ジャクソンホール会議を控え、週末まで値動きは限定的と予想。

2. 円金利相場概況

米金利上昇による逆風の中、超長期ゾーンは良好な地合いを継続できるか

10年国債金利と債券先物 (1週間の値動き)

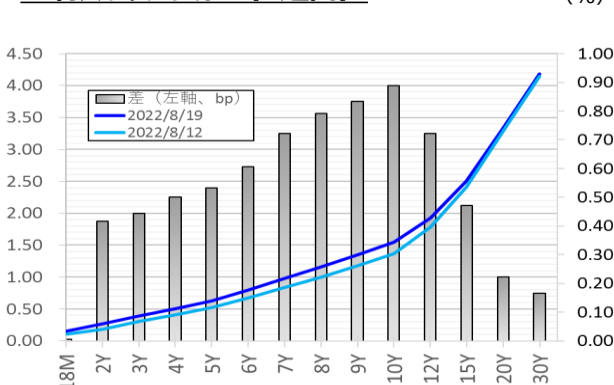


GJGB10 Index (日本国債10年) JGB.F 20 日 30 分 Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P. 22-Aug-2022 07:10:30

コメント

(出所) Bloomberg
先週の10年国債金利は0.16%台から0.20%台で推移。好調な米シカゴ大消費者信頼感指数で、米2年債、3年債は金利上昇して越週したが、週初の円債市場は底堅く推移。水曜日に発表された7月英CPIが前年比+10.1%と予想を上回ったことで、欧米金利は大幅上昇。木曜日の円債市場に金利上昇圧力がかかり、10年国債金利は0.20%台まで上昇。週末は超長期債が買われたことで10年国債の金利上昇は一服した。茲許、超長期ゾーンは堅調で、6月のCPIショック前の水準付近まで値を戻してきている。本邦超長期債回帰の背景は、ドル調達コストの上昇と景気後退懸念による外債利回りの低下で、相対的に外債投資妙味が薄れてきたためと考える。また、財務省が公表した「対外及び対内証券売買契約等の状況」によると非居住者による中長期債の取得は3週連続で取得超となっており、海外勢による円債買いも好地合いの一因と言えそうだ。しかし、週末に向けて米金利が上昇したことは、今週の円債市場の重石となりそう。超長期ゾーンが好地合いを継続するか注目したい。今週のメインイベントは週末のジャクソンホール会合でのパウエルFRB議長の講演だ。今後の米金融政策の手がかりを探ろうと市場参加者の耳目を集めている。(市場商品部/金利MMG)

金利スワップ変化 (1週間)



10年円金利スワップ推移 (5年間)



今週のレンジ予想 (10年国債利回り)

(出所) Bloomberg

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
内田直樹	0.18% - 0.23%	今週は、ジャクソンホールのパウエルFRB議長の講演にて、タカ派的なコメントが出ることを期待しての売り仕掛け的な動きに留意。
小野口裕美子	0.18% - 0.23%	今後の米金利政策を占ううえで25~27日のジャクソンホール会合が注目材料。円金利は欧米金利に振られる展開。

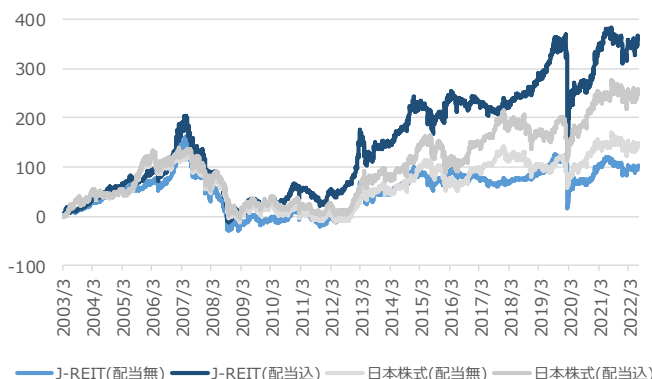
3. 今週のトピックス J-REIT市場動向

利回り商品としてのJ-REITの魅力を再考する

J-REITは配当込みで日本株を上回るパフォーマンス

J-REIT市場は2001年9月に創設され、昨年は創設20周年という節目の年であった。ここであらためて、J-REITの長期的なパフォーマンスを確認しておきたい。図1は、東証REIT指数が算出開始された2003年3月からのリターンを日本株式（東証株価指数）と共に示したものである。配当をリターンに考慮しない場合は日本株式の方が良好なパフォーマンスとなっているが、配当込のパフォーマンスで見れば、J-REITに軍配が上がる（年率リターンで、J-REIT8.2%、日本株式6.8%）。J-REITはその構造上、利益をほぼ全て配当することになるが（株式で言えば、配当性向がほぼ100%の状態）、配当を通じた安定的なインカムリターンが、長期的投資でのパフォーマンスに貢献していることが確認されよう。

【図1】 J-REITと日本株式のリターン推移（単位：%）



J-REITの“リスク対比の利回り”は債券を上回る

図2では円建て運用資産毎の7月末時点の利回り（価格変動の標準偏差）を示した。利回りについては、J-REITが3.6%と最も高い。一方リスクについては、リーマンショック時の大幅下落等から、J-REITは株式以上にリスクが高いとみなされていた時期もあったものの、2010年の日銀買入開始以降、徐々にリスクは低下傾向にある。新型コロナのパンデミック初期にもJ-REITは値動きが荒い場面もあったが、足元では株式を下回るリスク水準となっている。日銀以外にも、近年ではGPIFや大学ファンド等、J-REITの投資家層の広がりも続いており、買い需要のサポートになろう。利回りをリスクで割った数値は右記表でJ-REITが最も高く、円建ての市場性資産において、リスク対比のインカム収益を最も効率的に得られる資産とも言える。

【図2】 円建て資産の利回りとリスク水準

	利回り	リスク (価格変動の標準偏差)			利回り (7月末) ÷ リスク (過去10年)
		7月末時点	過去1年	過去3年	
J-REIT (東証REIT指数)	3.6%	15.0%	25.1%	18.6%	0.19
日本株式 (TOPIX)	2.5%	17.3%	17.9%	18.6%	0.13
日本債券 (野村BPI)	0.3%	1.8%	1.9%	2.0%	0.14

利回りは、東証REIT指数とTOPIXは配当利回り、野村BPIは複利利回り（いずれも2022年7月末時点）
リスクは記載された期間の日次の価格変動率をもとに年換算して算出

金利上昇はJ-REITの下落要因だが配当が下支え

今年6月、日銀金融政策の修正期待から、日本国債金利の一時的な上昇局面があり、その際にJ-REITは下落した。安全資産である国債利回りが上昇すれば、リスク資産の利回りも上昇するとロジックでの価格調整が一因であろう。

図3は東証REIT指数の水準毎の配当利回りと、国債対比の利回りスプレッドを算出したものである。指数2,000ptにおけるJ-REITの配当利回り3.66%から国債金利0.25%を差し引いた利回りスプレッドは3.41%。国債金利が0.50%となったときに利回りスプレッド3.41%まで価格調整されるとすれば、指数は1,875pt程度となろう。つまり国債金利0.25%の上昇は、J-REITへの6%程度下落圧力（2,000→1,875pt）となる。

また金利上昇に伴い、J-REITの借入コスト増加・配当減少の懸念はあるものの、J-REITの平均的な借入残存期間は4年程度かつ固定金利の比率が高いことから、借入コストの急上昇は想定しがたい。仮に借入金利が一気に0.25%上昇したとしても、配当金額の減少は数%程度にとどまる見通し。

国債金利上昇・J-REIT下落は今後も懸念されるシナリオだが、高い配当利回りがパフォーマンスの下支えとなることが期待される。

【図3】 J-REITの指数水準と配当利回り・利回りスプレッド

東証REIT指数	配当利回り	利回りスプレッド	
		国債金利0.25%	国債金利0.50%
2,200	3.33%	3.08%	2.83%
2,150	3.41%	3.16%	2.91%
2,100	3.49%	3.24%	2.99%
2,050	3.57%	3.32%	3.07%
2,000	3.66%	3.41%	3.16%
1,950	3.76%	3.51%	3.26%
1,900	3.86%	3.61%	3.36%
1,850	3.96%	3.71%	3.46%
1,800	4.07%	3.82%	3.57%

注）発行体が支払う配当水準が変化すれば、東証REIT指数に対応する配当利回りは変化するものであり、上記の指数と利回りの関係は一定というわけではない。

（データ出所：Bloomberg）

ご留意事項

- ・本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の申し込みでも、取引締結の推奨でもなく、売買若しくは何らかの取引を行うことを助言したり、または勧誘したりするものではありません。
- ・本資料の内容につき、当行はその正確性及び完全性を保証するものではなく、一切の責任を負いません。ご利用に際しては、ご自身のご判断をお願いします。
- ・本資料に基づき、お客さまが投資のご判断をされた結果に基づき生じた損害・損失等については、当行は一切責任を負いません。
- ・本資料は著作物であり、著作権法により保護されております。無断で本資料の全部または一部を複製、送信、転載、譲渡および配布することはできません。
- ・本資料に掲載された各見通しは本資料作成時点での各執筆者の個人的見解に基づいており、それらは必ずしも当行の見解を反映しているとは限らず、また、予告なしに変更される場合があります。



商号：株式会社あおぞら銀行（登録金融機関 関東財務局長（登金）第8号）
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会