



# Weekly Market Report

Nov 20, 2023

FX, JPY Interest Rate, Topics

## 1. 為替相場概況

米インフレ鈍化・雇用悪化により米景気減速懸念が強まるか注目

### USD/JPY (1週間の値動き)



(出所) Bloomberg

### コメント

先週のドル円相場は強弱入り混じる米国経済指標に振られる展開となった。週初は151円台半ばでスタートし、緩やかに円安に振れ一時151円91銭と年初来高値を更新し、昨年の高値に接近した。その後、10月米消費者物価指数が前月比・前年比どちらも市場予想を下回り、FRBの利上げ終了を織り込む形で米金利が低下したこと受け、ドル円も150円台前半まで円高が進行した。週半ばには10月小売売上高が市場予想を上回ったことを材料に米金利が大きく上昇。ドル円も151円台半ばまで回復した。しかしその後の米経済指標が再び市場予想よりも悪化する結果となったことから、米景気減速懸念が強まり週後半には一時149円台前半をつける場面が見られた。米雇用悪化やインフレ鈍化などにより、今週は米景気への楽観的な見方が修正されるのが注目したい。(市場営業部/木田)

### 今週の経済指標 (予定)

日付	イベント	予想
11/22(水)	(米) FOMC議事要旨	-
11/22(水)	(米) 新規失業保険申請件数	22.5万件
11/23(木)	(独/欧州) 製造業/非製造業PMI	-
11/24(金)	(日本) 全国コアCPI (前年比)	3.0%
11/24(金)	(米国) 製造業/非製造業PMI	-

### USD/JPY (5年間)



(出所) Bloomberg

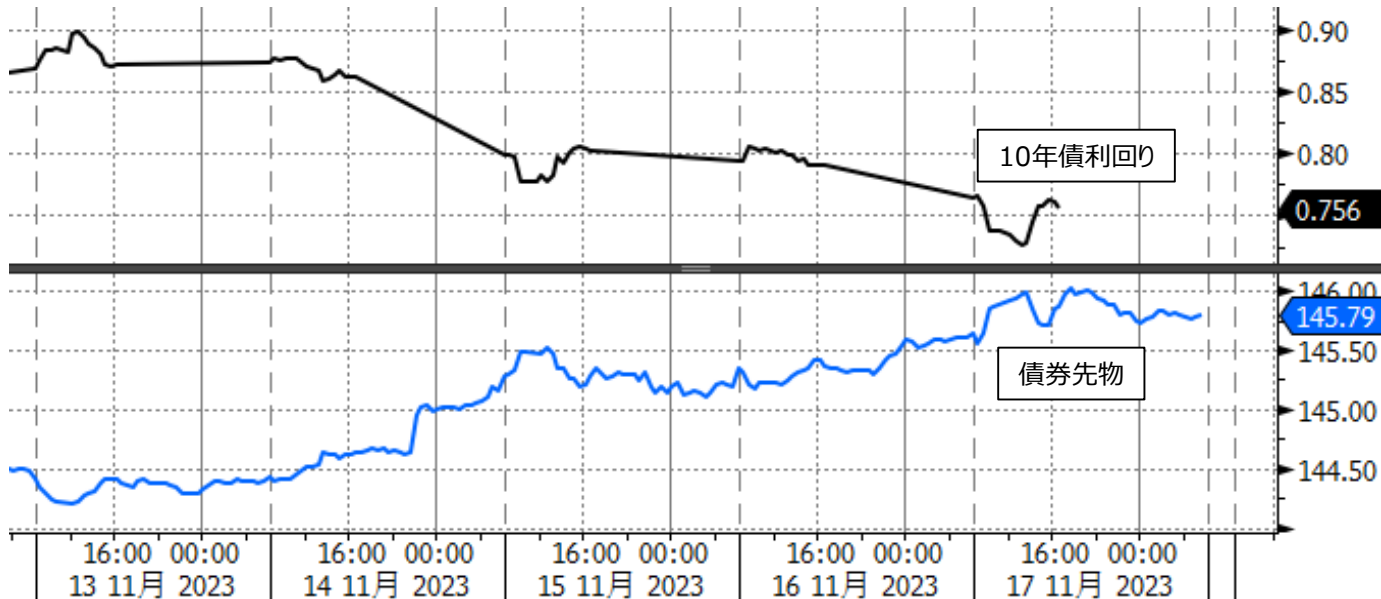
### 今週のレンジ予想 (USD/JPY)

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
山下航平	148.30 – 150.90	米利上げサイクル終了の観測は強まっているものの、今週後半の米感謝祭休暇の前にドル売りが出やすく、上値は限定的か。
山下航平	148.50 – 150.50	米経済指標の下振れを受け、米金利が低下も下値は限定的か。今週発表の米PMI、FOMC議事要旨には注目。

## 2. 円金利相場概況

日銀の金融政策正常化への期待はあるものの、米金利の上昇一服で円金利は上昇しづらい展開か

### 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© 2023 Bloomberg Finance L.P. 20-Nov-2023 07:30:02

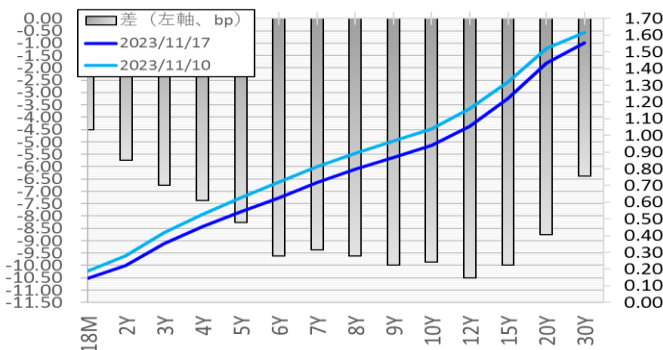
### コメント

(出所) Bloomberg

先週の10年国債金利は低下基調。週初は前週末に発表された米シガン大学消費者態度指数における期待インフレ率の上振れによって米金利が上昇した流れを受けて、10年国債金利は一時0.9%台まで上昇する展開となったが、火曜日に実施された5年国債の入札が平均落札金利0.418%、最高落札金利0.421%、テール幅1銭、応札倍率4.17倍と、投資家需要を背景に好調な結果となったことから10年国債金利は0.86%まで低下。その後、注目されていた米消費者物価指数が総合で前年比+3.2%、コア指数は+4.0%と予想を下回ったことで米金利が大幅に低下すると、10年国債金利は0.78%までもう一段の低下となり、週末にかけてはショートカバー的な動きから一時0.72%を付ける場面もあった。今週は火曜日に20年国債の入札が予定されているほか、金曜日には全国消費者物価指数が発表される。日銀の金融政策正常化への期待はあるものの、米金利の上昇が一服していることもあり、10年国債金利は上昇しづらい展開か。(チーフ・マーケット・ストラテジスト/諸我)

### 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
飯野りさ子	0.70% - 0.80%	先週の円金利大幅低下により低下余地は限られるものの日銀政策修正観測は続いており10年債利回りは一進一退な展開を予想。
伊豆浦有里恵	0.69% - 0.80%	日銀オペや投資家の押し目買いが相場を支える一方、日銀政策修正観測や20年債入札への懸念から金利低下余地は限定的。

### 3. 今週のトピックス

#### コストプッシュ型インフレとガソリン補助金政策について

##### 日銀は金利操作を再修正

日銀は10月の金融政策決定会合において、7月に続きイールドカーブ・コントロール政策を修正した。連続指値オペによって上限としていた長期金利水準の1%を「上限目途」に修正し、変動幅「±0.5%程度」は削除された。

同時に公表された経済・物価情勢の展望における23-25年度のコアCPIの見通し(図表1)は、23年度が2.5%→2.8%、24年度:1.9%→2.8%、25年度:1.6%→1.7%と、7月公表分から全年度が上方修正された。最も上方修正幅の大きい24年度は、政府のいわゆる“ガソリン補助金政策”の終了の予定が、その一因と考えられる。本稿では、コストプッシュ型インフレの要因たるガソリン価格に対する、ガソリン補助金政策について整理したい。

##### 原油・為替の価格から推定されるガソリン補助金の効果

植田日銀総裁は、現状の物価情勢に関し、第一の力：輸入物価上昇の価格転嫁による物価上昇圧力、と、第二の力：賃金と物価の好循環による消費者物価の基調的な上昇、の2種類に分類して説明している。11月6日に名古屋の地元財界の会合において、「このところの原油価格上昇は、政府の経済対策によるエネルギー価格押し下げ効果が来春に剥落することを前提とすれば、来年度を中心に物価上昇要因となりうる」とした。

図表2はWTI原油価格と、国内においては輸入品であるガソリン価格に影響するドル円の推移である。当データから2022年1月にガソリン補助金の政策実行以前の値を基に試算したレギュラーガソリン価格の推定値と、補助金によって引き下げられた実際価格(資源エネルギー庁:レギュラーガソリン現金価格[全国])の推移が図表3である。

当初の補助金額5円から、2022年3月には25円、4月には35円(同年12月まで)と、段階的に上限金額が引き上げられる中で、同期間の推定値と実際価格のスプレッドはワイドニングし、補助金が価格低下の効果を発揮していたことが分かる。

2023年1月から8月にかけては補助金額が段階的に低下していくにつれ、スプレッドは徐々にタイトニングしたが、推定値よりも実際価格の価格変動幅は緩やかに推移し、価格の安定によって消費への影響を抑える作用があったと推定される。

##### 今後のガソリン補助金政策について

中東を巡る地政学的リスクにより高騰していたWTI原油価格は、足元は一旦の落ち着きを見せているものの、引き続きウクライナ情勢含め、エネルギー価格には注意が必要である。

2022年1月から開始された本政策は、2024年の4月末でひとまず終了となるものの、2023年10月に延長された時と同様、継続が確定した場合、それ自体が補正予算増枠と国債増発圧力となりうる。その場合、財政悪化懸念が誘発する円安により国内のガソリン価格自体が上昇し補助金による低下を打ち消すシナリオも懸念されることから、ガソリン補助金の有無にかかわらず、エネルギー価格高騰を背景としたコストプッシュ型インフレは根強く残る可能性も思料される。企業の賃金・価格設定行動についても不確定な要素が多く、日銀はこれまで同様、難しい舵取りを迫られるであろう。(市場営業部/加藤)

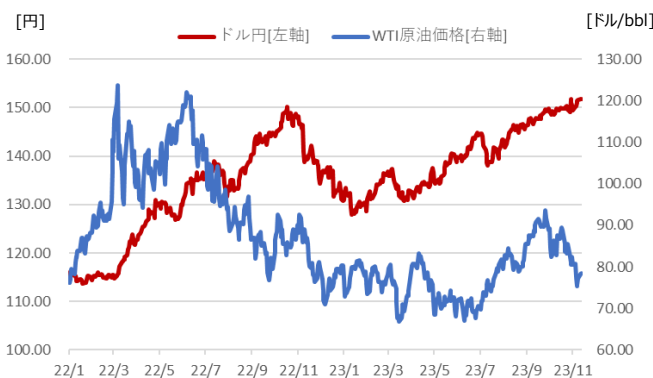
【図表1】23~25年度の政策委員のコアCPI見通し

—対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2023年度	+1.8 ~ +2.0 <+2.0>	+2.7 ~ +3.0 <+2.8>	+3.5 ~ +3.9 <+3.8>
7月時点の見通し	+1.2 ~ +1.5 <+1.3>	+2.4 ~ +2.7 <+2.5>	+3.1 ~ +3.3 <+3.2>
2024年度	+0.9 ~ +1.4 <+1.0>	+2.7 ~ +3.1 <+2.8>	+1.6 ~ +2.1 <+1.9>
7月時点の見通し	+1.0 ~ +1.3 <+1.2>	+1.8 ~ +2.2 <+1.9>	+1.5 ~ +2.0 <+1.7>
2025年度	+0.8 ~ +1.2 <+1.0>	+1.6 ~ +2.0 <+1.7>	+1.8 ~ +2.2 <+1.9>
7月時点の見通し	+1.0 ~ +1.2 <+1.0>	+1.6 ~ +2.0 <+1.6>	+1.8 ~ +2.2 <+1.8>

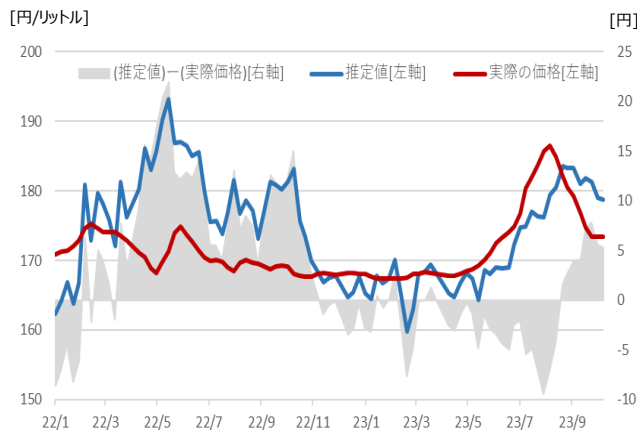
出所：日銀HP

【図表2】WTI原油価格およびドル円の推移



出所：Bloomberg

【図表3】ガソリン価格推定値と実際価格の比較



出所：資源エネルギー庁HPおよび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