



Weekly Market Report

Dec 18, 2023

FX, JPY Interest Rate, Topics

1. 為替相場概況

米国ハト派スタンスでも底堅い動きに。

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大幅下落した。週初、「日銀のマイナス金利解除、今月急ぐ必要はほとんどない認識」との報道を受けて、日銀による早期の政策修正観測が後退したこと、ドル円は一時146円台へ上昇。その後、12日（火）に米CPIが発表されるも予想通りの鈍化傾向が確認されたことから、FOMC前の様子見ムードで方向感のない展開に。13日（水）のFOMCでは市場予想通りFF金利は据え置かれたものの、2024年の金利見通しは予想以上のハト派な内容であったことから、米金利低下に合わせてドル円も急落。14日（木）には一時140.95円まで下落した。その後、米小売売上が予想以上の結果であったことからじり高の展開となり、15日（金）にはFRB高官からの利下げ牽制発言が続き、ドル買いで反応。ドル円は142円台前半で越週している。今週の注目はBOJ会合。市場の期待に反して政策変更への言及がなければ、円売りが加速する可能性も意識しておきたい。(市場営業部/鈴木)

今週の経済指標 (予定)

日付	イベント	予想
12/18(月)	(日本) 金融政策決定会合	-
12/19(火)	(日本) 植田日銀総裁会見	-
12/19(火)	(欧州) 11月消費者物価指数	3.6%
12/21(木)	(米国) 7-9月四半期GDP	5.2%
12/22(金)	(米国) 11月個人消費支出	3.4%

USD/JPY (5年間)



(出所) Bloomberg

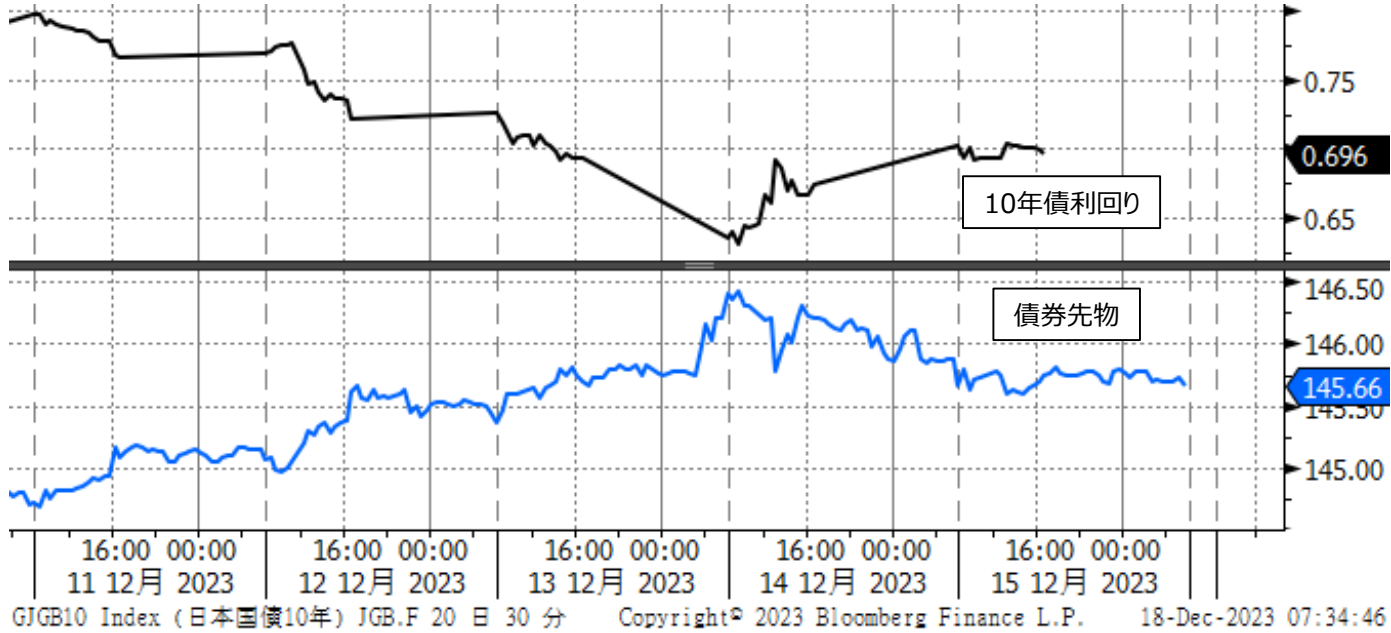
今週のレンジ予想 (USD/JPY)

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
黒川隼汰	138.50 – 144.00	BOJ後の植田総裁会見に注目集まる。1月利上げの可能性を残す発言が見られれば、ドル円は更なる下落も想定される。
山下航平	140.00 – 144.00	植田総裁のチャレンジ発言（7日）により市場は過敏に反応しやすい状況。BOJ以外にも日銀関連報道に警戒。

2. 円金利相場概況

今週は日銀金融政策決定会合が注目。正常化に向けた動きが示されれば円金利上昇材料に

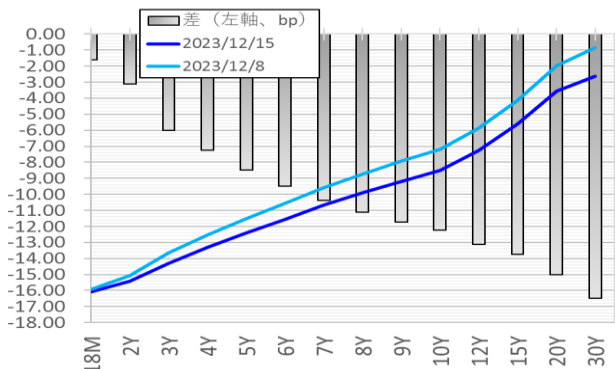
10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）



コメント

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雇用統計が予想を上回る結果だったことから米金利が上昇し、10年国債金利も0.80%近辺からの開始となったが、「日銀はマイナス金利解除を12月に急ぐ必要はほとんどない」との関係者コメントが伝わると円金利は低下に転じ、火曜日の5年国債入札が堅調だったこともあって10年国債金利は0.70%近辺まで低下。その後、米FOMCにおいてFRBがハト的な姿勢を示したことで米10年金利が4%を割り込むと10年国債金利も0.60%台前半まで低下する展開となった。ただし、木曜日に実施された20年国債の入札が平均落札金利1.414%、最高落札金利1.467%、応札倍率は2.58倍に低下し、テール幅が82銭まで拡大する極めて弱い結果となったため、10年国債金利は0.70%近辺まで上昇して越週している。今週は火曜日の日銀金融政策決定会合が注目。金融政策正常化に向けた動きが示されれば円金利の上昇材料となってくる。 (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）

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
遠藤風翔	0.67% - 0.77%	前週のFOMCはハト派な内容に終わり、市場の関心は日銀会合へ。前週の米金利低下トレンドが継続するかにも注視。
小野口裕美子	0.65% - 0.75%	19日の決定会合で政策変更があるかに注目。但し仮にマイナス金利解除となっても長期金利への影響は限定的の可能性も。

3. 今週のトピックス

米金利とハイテク株の関係性、米主要7社について

23年は堅調な米景気に支えられ株式相場は上昇した一方、相次ぐ利上げによる金利高も進展。本稿では金利に敏感に反応するとされているハイテク株と米金利の関係を取り上げたい。

米長期金利について

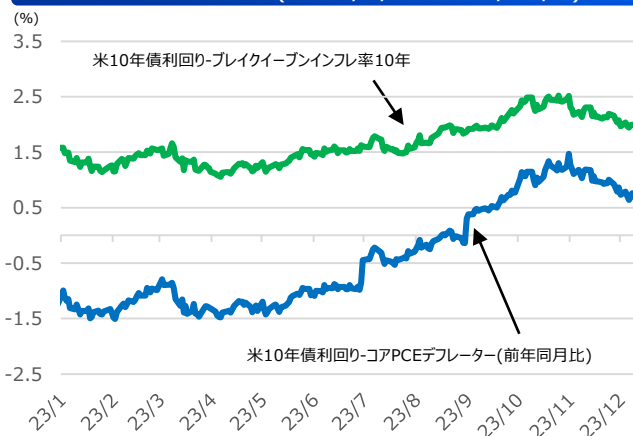
23年の米10年債利回りは3%台半ばから始まり、16年ぶりとなる5%まで一時的に上昇したが、米国の株価は概ね堅調に推移した。10年債から期待インフレ率と称されるブレイクイーブンインフレ率10年を差し引いた際の実質金利 [図①緑線]は1%以上で推移していたが、金利が付かないゴールドも大部分の期間で1,900(USD/toz)以上を維持した。その要因として実際に計測されているコアPCEデフレーターで差し引いた場合の金利水準[図①青線]が0%以下で推移していたため、リスク資産全体がサポートされたと筆者は考えている。この金利は8月末に0%を明確に上回し、9月のFOMC以降は急上昇し10月19日に1.3%まで上昇した。

[PCEデフレーターはFRB(連邦準備制度理事会)が物価動向指数として重要視しており、本稿では足元の動きを見るため食品・エネルギーを除くコアPCEデフレーターを使用。]

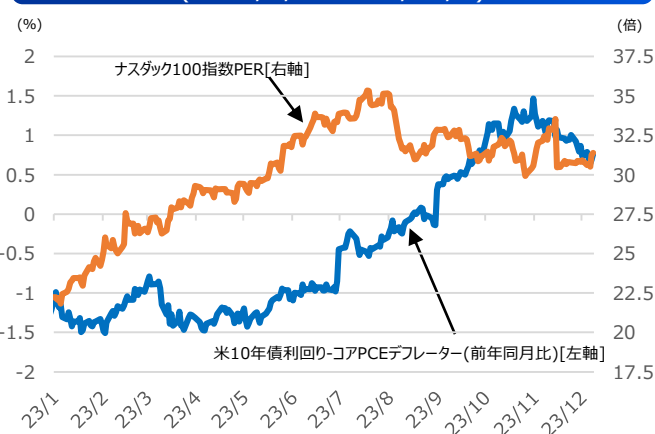
米長期金利とハイテク株について

図②の通り、青線が概ね0%以下の場面ではハイテク株のバリュエーションが切り上がり、ナスダック100指数PERは上昇傾向となった。年初の青線の金利は▲0.99%から8月31日には+0.30%まで上昇、同期間のナスダック100指数は、10,939(\$)から15,501(\$)と41%上昇し、PERは約10ポイント増加した。8月には、米債務上限の引き上げ、また米財務省が8~10月の国債発行を増やす計画を示したことを受け、今後3年間に予想される財政悪化が問題視され、米大手格付会社フィッチ・レーティングスは米国債格付けをAAAからAA+に1段階引き下げた。米財政悪化懸念の強まりから米10年債利回りが上昇基調へ、青線は31日に0%を明確に上回り、9月20日には+0.60%まで上昇した。9月19~20日の米連邦公開市場委員会(FOMC)では24年末のFF金利の見通しを5.1%と6月会合から0.5%切り上げた。さらにパウエル議長記者会見では「インフレ率低下までの長い道のりがある」との発言から米10年債利回りは9月20日以降に急上昇(ペア・ステイプ化)し10月初旬には4.80%に到達した。その後、FRB関係者からハト派発言が相次ぎ、10月11日には4.5%台まで低下したが、米小売売上高など堅調な経済指標が示され10月23日には5%まで上昇と1ヶ月で約0.7%ほど上昇した。その間、ナスダック100指数は9月▲5.07%、10月▲2.08%と推移。11月以降は、11月1日発表の10月分ISM製造業総合景況指数が46.7(市場予想:49.0)と3ヶ月ぶりの低下、11月3日発表の非農業部門雇用者数も15万人(市場予想:18万人)と主要な経済指標が相次ぎ予想を下回った結果、11月の米10年債利回りは約0.6%低下、第3Qの好決算買ひも入りナスダック100指数は11月+10.67%と急激に戻した。青線が0%を上回って以降は、PERは30~32倍と反応が薄くなっており、現時点での金利水準では上値は限定的と見える。ただし、青線が0%以下に低下した場合は株高が予想されるため、引き続き米10年債利回りの動きに注目である。また22年1月以降ナスダック100指数と日経平均株価の相関性は0.7以上あるため、日本株も米長期金利(米国株)次第であると思料される。最後にナスダック100指数の時価総額半分以上を占めるマグニフィセント・セブンと呼ばれる7社の純利益[図③]と株価推移[次ページ]について記しておく。

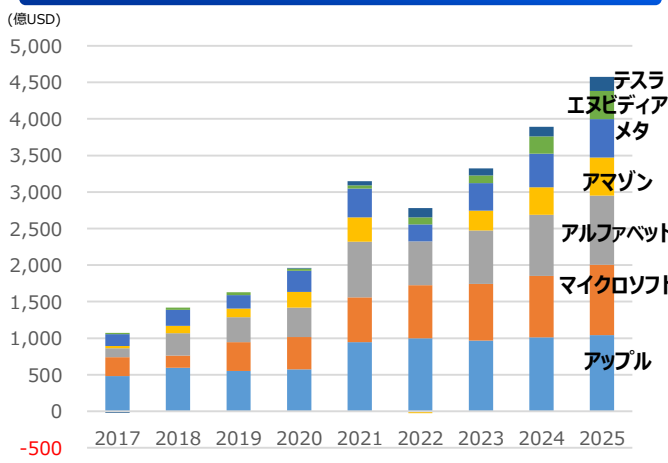
【図①】2つの金利(2023/1/1~2023/12/8)



【図②】金利(コアPCE版)とナスダック100指数PER (2023/1/1~2023/12/8)

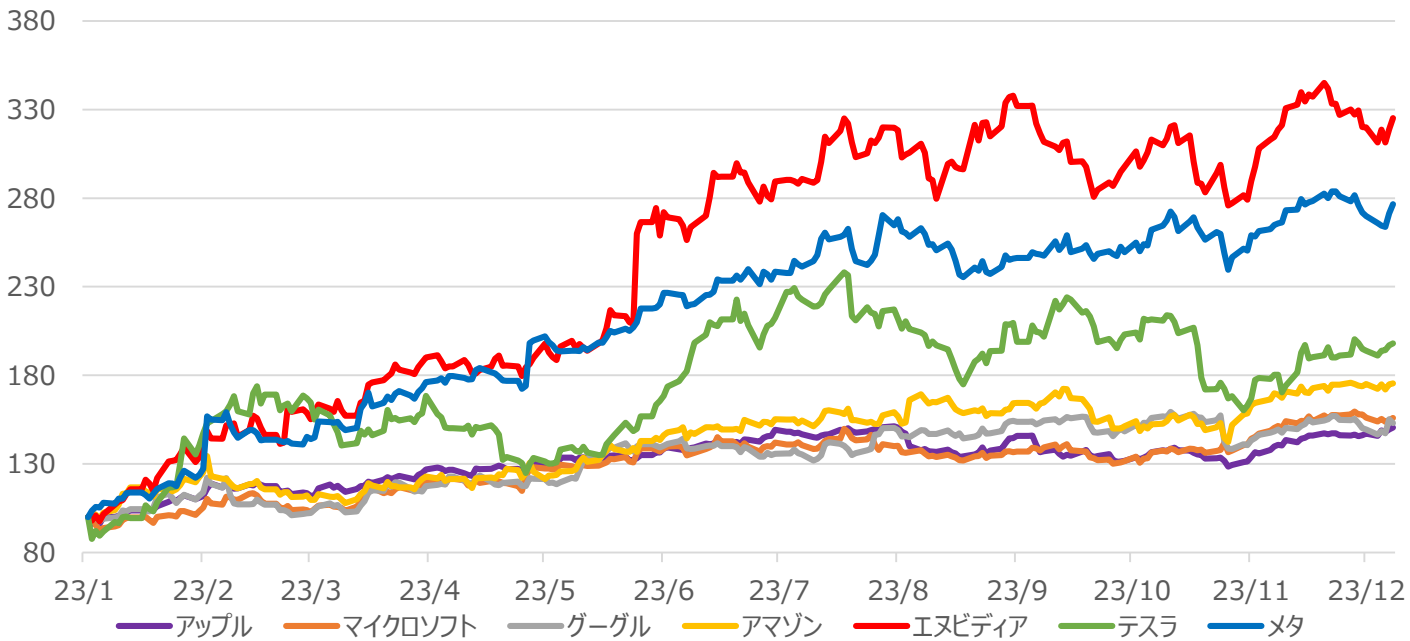


【図③】純利益推移、23年以降は見込み



(出所: Bloomberg,あおぞら銀行加工)

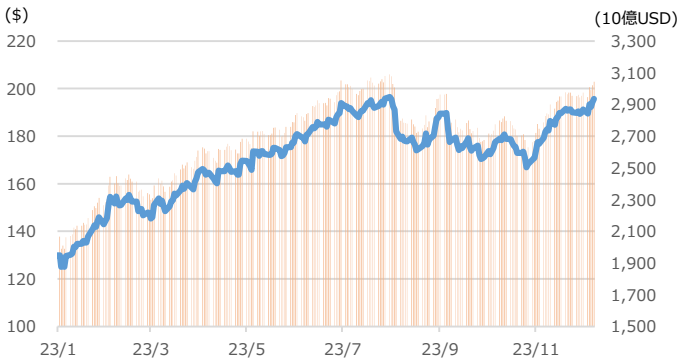
7社株価年初来パフォーマンス(2023年1月1日を100として指数化)(2023/1/1~2023/12/8)



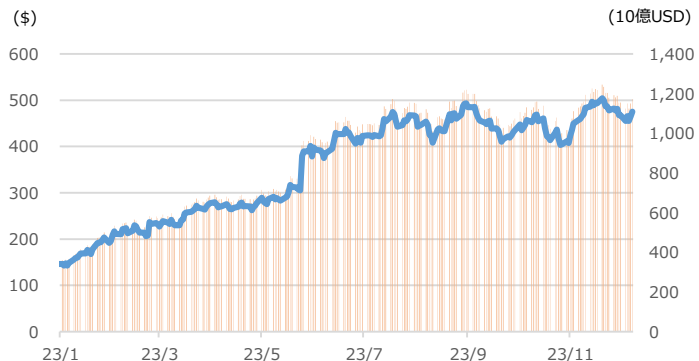
マグニフィセント・セブン

7社合計の時価総額は約11.8兆ドル(約1,700兆円)。低金利、金融緩和、コロナ禍の恩恵もあり21年には大きく純利益を伸ばした。22年は利上げにより減少したものの再び増益傾向。2025年には7社合計の純利益4,500億ドル(68兆円)と見込まれている。ナスダック社はこれら7社への過度な集中を抑えるために特別リバランスを7月24日に実施したが、その後も7社は上昇しており影響は無かったと考えられる。年初来からの株価が高パフォーマンスなエヌビディアと低パフォーマンスのアップルについて記しておく。

アップル 株価(左、折れ線)/時価総額(右、縦棒)



エヌビディア 株価(左、折れ線)/時価総額(右、縦棒)



(出所: Bloomberg, あおぞら銀行加工)

アップルについて

7月31日には196(\$)と年初来+57%だったが、売上構成比の半分を占めるiPhoneの売上が減少したことが嫌気され、8月3日の決算後の4日に4.8%下落した。(8月は▲4.37%)

9月6日には中国が政府職員のiPhone業務使用禁止が報じられ3.58%下落した(9月は▲8.87%) (10月は▲0.26%、10月末時点で年初来+31%)。11月2日は3Q決算が発表され音楽・動画サービスなど利益率が高いサービス事業が過去最高の売上を達成し株価を戻した(11月は+11.23%)。過去3年の予想PERは20~30倍程度、直近では29倍まで戻しており、8、9月の懸念要因は払拭されたように見られる。

エヌビディアについて

11月21日の3Q決算では純利益が前年同期比14倍であった。流動比率約350%、自己資本比率約53%、純資産221億USDのうち内部留保(利益剰余金)101億USDと多額の利益が積みあがっている状況である。株価については年初来2倍以上、過去3年の予想PERは約40倍のため、当面はこの水準が参考値となる。また8月29日は10年債利回りの大幅低下(7月米求人件数大幅減)により4.16%上昇した。9、10月の下落、11月の上昇も米10年債利回り上昇(下落)によるため、米金利次第であると考える。

(市場営業部/小西)

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