



# Weekly Market Report

May 15, 2017

FX, JPY Interest Rate, Topi

## 1. 為替相場概況

地政学リスク等で上値は重いものの、6月FOMC利上げ期待維持で底値は固い

### USD/JPY (1週間の値動き)



### コメント

(出所) Bloomberg

先週のドル円相場は、フランス大統領選を波乱なく通過しリスクオンムードが広がる中、114円台半ば付近まで上昇する場面も見られたが、週後半では伸び悩んだ。週明け8日、フランス大統領選の結果を受けて、材料出尽くし感から112円台半ばまで調整するも、NY時間に入るとFED高官のタカ派発言や米国金利の上昇等もあり全面的なドル買いとなった。9日もドイツの鋳工業生産が堅調であったこと等を材料に、ドル円は114円30銭台まで上昇するも、北朝鮮の核実験に関する報道を受けると113円後半まで下落した。その後も114円台を回復する場面もあったが伸び悩み、12日に発表された米国CPIと小売売上高が軟調だったこともあり、結局113円台前半で越週している。今週は明確な材料がなく動意が少ない展開を予想。週末の北朝鮮絡みの報道等で上値は重たいものの、6月の米国利上げ見通しが維持されているため、下値ではサポートされやすいと思われる。

(市場商品部/柚木崎)

### 今週の経済指標 (予定)

日付	イベント	予想
5/15(月)	(中国) 小売売上高	10.8%
5/15(月)	(中国) 鋳工業生産	7.0%
5/15(月)	(米国) NY連銀製造業景気指数	7.5
5/18(木)	(日本) 1-3月実質GDP (年率)	1.8%
5/18(木)	(欧州) ドラギECB総裁講演	-

### USD/JPY (2年間)



### 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
國井靖子	112.00 - 114.50	地政学リスク再燃や不調が続く米経済指標などがリスク要因となるも、米6月利上げ期待も相応に強く、揉み合いを予想。
川合隆行	112.00 - 115.00	6月の利上げ期待は維持されているものの、FBI長官解任による米政権運営の不透明感等もあり上値は限定的と予想。

## 2. 円金利相場概況

リスクイベント消化後の米債安で円金利も軟調に推移

### 10年国債金利と債券先物 (1週間の値動き)



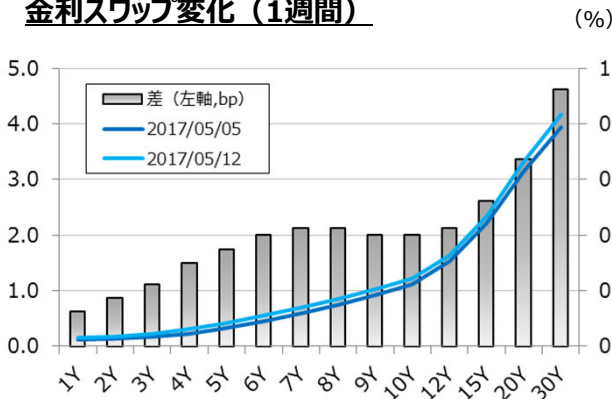
GJGB10 Index (右軸) 日本国債10年単利 JGB.F 5 日 10 分 Copyright © 2017 Bloomberg Finance L.P. 15-May-2017 06:49:38 (出所) Bloomberg

### コメント

連休中にFOMC、米雇用統計、フランス大統領選などのイベントを消化しリスクオンムードの中で週明けを迎えた円金利市場は軟調なスタートとなりました。週後半に30年入札を控えていたことからカーブはスティーピング基調で推移しました。国内で実施された10年、30年の入札は無難にこなされましたが、米国で実施された3年、10年、30年の入札はいずれも不調な結果に終わり、米10年金利は2.42%まで上昇。国内でも10年金利が+0.05%目前まで上昇しました。

先週末の海外市場では軟調な米経済指標を受けて米金利が低下。さらに北朝鮮が再びミサイルを発射するなど地政学リスクの高まりも意識されています。今週の円金利市場では5年、20年の入札が控える中、地政学リスクや米金融・経済動向に警戒が集まり、売り買いが交錯する展開となりそうです。(市場商品部/中野)

### 金利スワップ変化 (1週間)



### 5年円金利スワップ推移 (2年間)



### 今週のレンジ予想 (10年国債利回り)

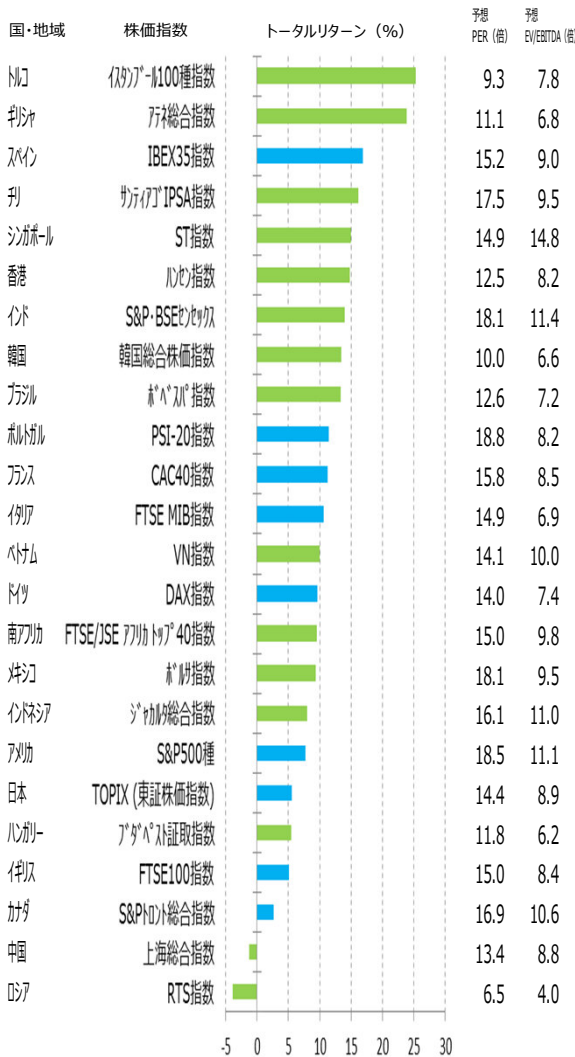
予想者	今週のレンジ	予想のポイント
伊藤功一郎	0.01% - 0.06%	本邦株価上昇を睨みながらの動きとなるが、日銀国債買入オペによる好需給環境に変化なく、金利は上昇し辛い展開を予想。
伊豆浦有里恵	0.02% - 0.06%	円債市場は海外要因を背景に買いが先行するも、その後は5年債と20年債の入札による需給の緩みが上値の重しとなるか。

### 3. 今週のトピックス

#### 株式バリュエーション

#### 鍵はFRBの量的金融緩和縮小議論

【図A】 2017年パフォーマンス（国・地域別）



#### 地政学リスクの高まり、フランス選挙を経て・・・

前回のレポート（2017年2月27日）では、2017年の株式市場のパフォーマンスは世界的に好調であることを確認した。その後、米国によるシリア攻撃、米朝間の軍事的緊張、フランス大統領選等のイベントを通過。改めて、2017年のここまでの世界株式市場の動きを確認する。（2017年5月11日終値時点）

#### トータルリターン

【図A】の通り、半年近くが経過しても2017年の株式市場は好調を維持し、殆どの市場で前回のパフォーマンスを上回っている。（前回時点のパフォーマンスは前回レポートご参照）  
前述した地政学リスクの高まりによって一時的に軟調に推移した時期もあったが、2017年前半の最大イベントであったフランス大統領選で極右派が勝利しなかったことが安心感を与え、以降、株価は上昇。特に欧州圏市場の株価上昇が顕著である。

#### バリュエーション

【図B】は、予想PER及び予想EV/EBITDA倍率について、2017年5月11日の数値と年始からの変化率を先進国、新興国別にまとめたものである。あわせて、両指標の過去10年平均及び実績ベースの数値も記載した。  
ご覧の通り、両指標共にバリュエーションは年始から割安方向にシフトしている。これは、同期間に予想企業収益が拡大していることを意味している。ちなみに、各指標が5月11日時点で織り込んでいる増益率は、先進国はPERベースで52%、EV/EBITDA倍率ベースで14%であり、新興国はそれぞれ26%、12%である。  
一方、過去10年平均と比較した場合では、足元のバリュエーションは割高感が強いことが確認できる。

#### 鍵はFRBのバランスシート戦略

上記の通り、2017年の株式市場はバリュエーション的に悪化することなく堅調に推移しているものの、過去10年との比較においては割高感がある結果となった。

過去10年との比較で割高感がある原因は、個人的には日米欧の量的金融緩和策によって所謂「カネ余り」状態が生まれ、世界的に株価が嵩上げされていることにあると考えている。従って、株式市場は量的金融緩和の縮小議論には敏感に反応せざるを得ず、特に、FRBのバランスシート戦略が株式市場に与える影響が非常に大きいと予想され、要注目である。

話は少し逸れるが、近年、労働人口の高齢化や技術革新スピードの鈍化によって、先進国の潜在成長率が低下していると云われている。個人的に、潜在成長率が低い中で、予想企業収益が二桁の伸びを示すことに違和感があるため、こちらについてはまた別の機会に検証することとしたい。

（市場営業部/高橋(敦)）

【図B】 バリュエーション等

	トータルリターン	予想PER		実績ベース	予想EV/EBITDA		実績ベース		
		年初末変化率	過去10年平均		年初末変化率	過去10年平均			
先進国	9.0%	15.9倍	-12.5%	14.3倍	24.3倍	8.8倍	-3.0%	7.9倍	10.1倍
新興国	11.5%	13.4倍	-7.9%	13.5倍	17.0倍	8.8倍	-5.9%	8.2倍	9.9倍

（出所：Bloombergデータを基に当行にて加工）

## 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