



# Weekly Market Report

Dec 25, 2017

FX, JPY Interest Rate, Topics

## 1. 為替相場概況

年内の主要イベントは終了。今週も「年末ムード」で方向感出難い展開か。

### USD/JPY (1週間の値動き)



### コメント

(出所) Bloomberg

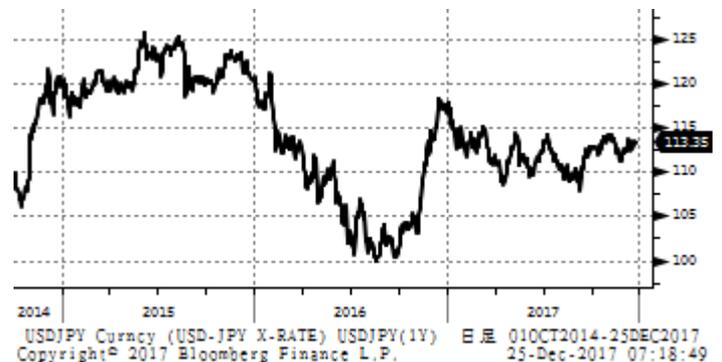
先週のドル円相場は、米連邦公開市場委員会（FOMC）等の一連イベントを無事通過し、米税制改革もほぼ織り込んだ状態となる中、112円台前半から113円台半ばでの限定的な推移となった。週初、米税制改革法案成立への期待の高まりを背景にドル円は112円台半ばでスタート。注目された米税制改革法案が20日未明に上院で可決され、同日下院で再可決されたことが伝わると、ドル円も113円台に水準を切り上げた。さらに日銀が金融政策の現状維持を発表すると、欧州時間には週間高値となる113.63円まで円安に進行。週末にはクリスマス休暇を控えて動意薄の中、スペインのカタルーニャ州議会選挙で独立派が勝利したことを受けてドル売りがやや優勢となり、結局ドル円は113円台前半で越週している。今週のドル円相場は「年末ムード」が強まる中、方向感の出難い展開になるだろう。主要国における年内の金融政策発表は先週の日銀会合で終了。また、注目だった米税制改革法案・政府暫定予算についてもトランプ大統領の署名により既に成立しており、年内に値幅を伴った動きが出るとは考え難い。

(市場営業部/山添)

### 今週の経済指標 (予定)

日付	イベント	予想
12/26(火)	(日) 全国消費者物価指数	0.5%
12/26(火)	(日) 日銀決定会合議事要旨	-
12/26(火)	(米) ケース・シラー住宅価格指数	6.30%
12/27(水)	(米) 消費者信頼感指数	128.0
12/28(木)	(日) 鉱工業生産	0.5%

### 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
今村仁	110.50 - 114.50	2017年最終週。日々の経過と共に参加者が減少。イベント・数字も注目度の高いもの見当たらず、閑散・小動き。
川合隆行	111.50 - 114.00	米税制改革法案の成立に伴いドル高機運が高まるも、市場参加者減少による薄商いから動意に乏しい展開か。

## 2. 円金利相場概況

海外金利上昇により軟調な展開。今週は年末年始を控えて値動きは限定的か

### 10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）



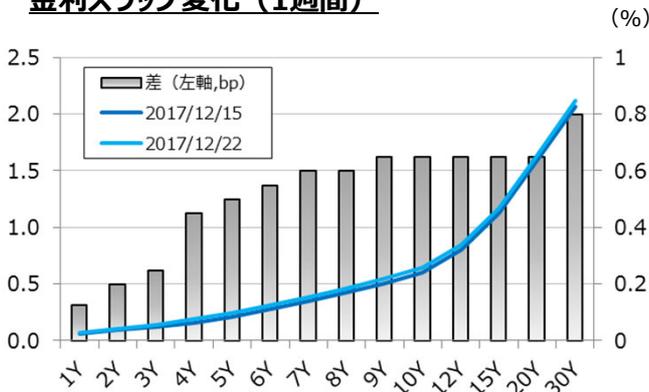
(出所) Bloomberg

### コメント

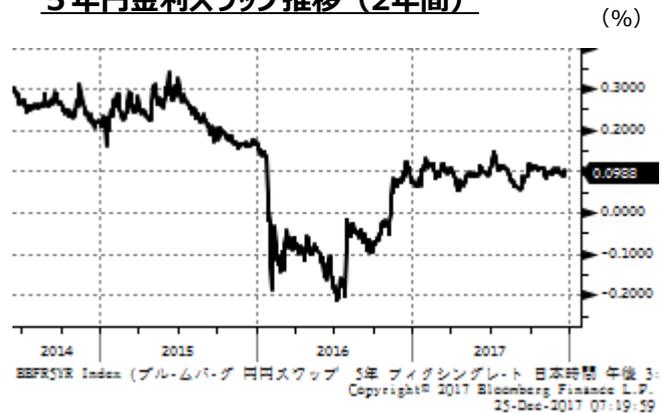
先週の円金利相場は海外市場の影響により軟調な地合いとなった。週前半、クリスマス休暇の前に米国では税制改革法案が上下両院で可決されたことや、ECB高官の発言をきっかけに、米独債が金利上昇。週中には米国10年債利回りが約9か月ぶりの水準となる2.5%を付ける場面もあった。海外金利の上昇に合わせて、円金利も上昇。10年国債利回りは一時約2か月ぶりに0.07%を示現した。週後半、日銀会合にて現状維持が決定されるが、相場への影響は限定的。その後は債券先物を中心に買戻し優勢となり、週の金利上昇幅を縮小。結局、10年国債利回りは0.04%台後半で週の取引を終えた。一方、イールドカーブは長期ゾーン以降を中心に金利上昇したことからベアステープ化した。今週の円金利相場は軟調な地合いとなるも小動きの展開を予想する。クリスマス休暇明け米債市場が軟調な展開となれば、円金利にも上昇圧力が掛かるだろう。但し、年末年始を控えて積極的な売買は見込まれず、値動きは小幅にとどまるだろう。

(市場営業部/浅川)

### 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）

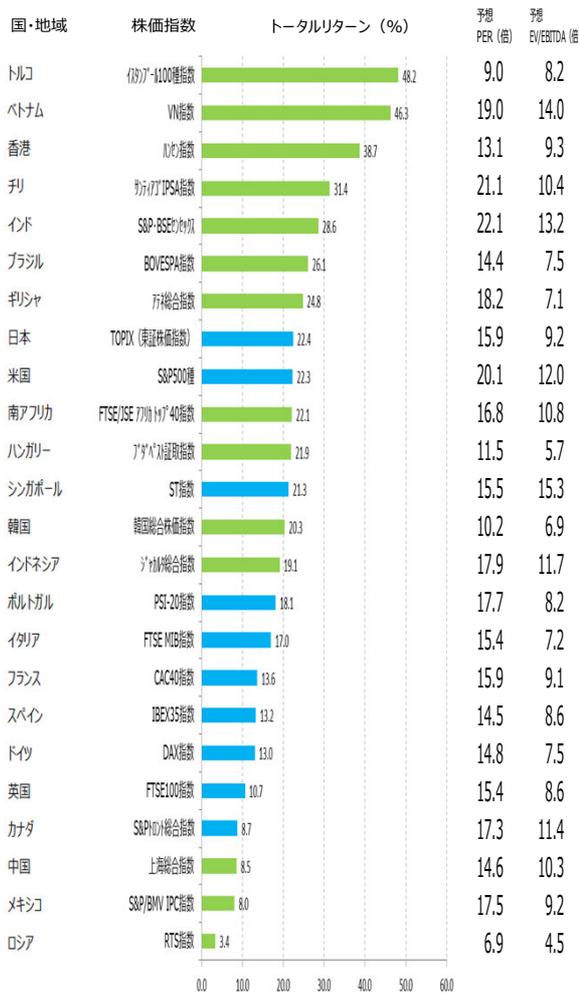
予想者	今週のレンジ	予想のポイント
伊藤功一郎	0.03% - 0.07%	米長期金利上昇につれる局面もあろうが、年末要因及び円債好需給環境に変化なく、円金利上昇余地は限定的。
廣瀬友絵	0.03% - 0.08%	日銀が決定会合で政策を据え置き、来年度の国債発行の減額を背景に、長期金利が低位での動きとなると予想。

### 3. 今週のトピックス

#### 株式バリュエーション

#### 2017年は企業収益の拡大をベースに好調だった株式市場

【図1】 2017年パフォーマンス（国・地域別）



(先進国、新興国の別はMSCIの基準を基に分類)

【図2】 バリュエーションの変化

予想PER			
国・地域	変化率	2017.12.21	2017.1.4
先進国 (青)	9.3%	16.2倍	14.9倍
新興国 (緑)	16.8%	15.2倍	13.0倍
予想EV/EBITDA倍率			
国・地域	変化率	2017.12.21	2017.1.4
先進国 (青)	9.3%	9.7倍	8.9倍
新興国 (緑)	13.8%	9.2倍	8.1倍

(Bloombergのデータを基に当行にて加工)

#### 予測困難な材料に振り回されるも株価はプラス

「申酉騒ぐ」の相場格言通り、酉年の2017年は、まさかのトランプ大統領誕生から始まり、米朝間の軍事的緊張やトランプのロシアゲート疑惑等、予測困難な材料に振り回された1年であったが、世界的に株価は堅調に推移。【図1】(2017年12月21日時点)の通り、主要全市場でプラスのパフォーマンスとなった。

#### バリュエーション的には非バブル

【図2】はバリュエーション指標(予想PER、EV/EBITDA倍率)を先進国、新興国別に、直近及び年始時点で比較したものの。

ちなみに両指標の計算式は以下の通りで、証券投資の際にはPERを用いることが多い。(個人的には参考程度に、企業の本業の収益力対比で企業価値がどう評価されているかをEV/EBITDA倍率で確認している。)

$$PER = \text{株価} \div \text{1株あたり純利益}$$

$$EV/EBITDA \text{倍率} = \text{EV(企業価値)} \div \text{EBITDA}$$

ご覧の通り、先進国、新興国のいずれも年始から割高方向に推移しているが、数値そのものの絶対水準自体は割高とまでは云えない、ほぼ中立的な水準である。

個人的には、2017年の株式市場の好パフォーマンスは、世界的な過剰流動性、米国長期金利の低下を受けて株式の相対的な魅力が高まったという後押し材料はあるものの、基本的には企業収益(分母)の拡大が背景にあると考えており、バリュエーション的にバブルとは言い切れないと考えている。

#### FRB次期議長就任後の市場の反応に注目

堅調な株価の要因として、前回レポート(2017年10月30日)で筆者は、①好調な企業収益、②米国長期金利の停滞、③地政学リスクの後退、の3つを挙げた。

2ヶ月経過した現時点でいずれにも大きなトレンドの変化は確認できないが、個人的に注目しているのは②の関連材料として、2018年のFRB議長交代である。

次期議長のパウエル氏は現議長のイエレン氏の政策スタンスを踏襲すると見られているが、議長の立場としての同氏の考え方や、市場との対話の巧拙など、不透明な点も多い(就任前で当然といえば当然だが)。

足元の金融市場はゴルディロックス(経済が過熱も冷え込んでもいない)状態だと云われて久しいが、FRB議長の交代が現在の均衡状態を崩す要因となるか、注目したい。①③の変化にも当然に注意が必要である。

(市場営業部/高橋(敦))

## 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