



Weekly Market Report

Nov 12, 2018

FX, JPY Interest Rate, Topics

1. 為替相場概況

米中間選挙は概ね予想通りの結果。米追加利上期待の高まりからドル円は底堅い展開か

USD/JPY (1週間の値動き)



コメント

先週のドル円相場は、6日の米中間選挙を控えて週前半は動きが鈍く、週後半にかけてドル買いが優勢の展開となった。注目された米中間選挙は上院は共和党、下院は民主党の「ねじれ議会」が誕生。直前の市場予想通りではあったものの、開票が進むに連れて今後の政策停滞懸念が高まり米金利が低下。ドル円は一時113円を割り込む場面も見られた。選挙後はイベント通過による不透明感の後退、米株価の上昇等もあり113円台後半まで上昇。更にFOMCで利上げ路線の継続が強調され、ドル円は週間高値となる114.09円を示現。週末は、中国の景気減速懸念や株安等もあり、113円台後半で越週している。

今週のドル円相場も下値の堅い展開を予想する。前週のFOMCにおいて今後の継続的な利上げ継続路線が確認出来たことから、米金利は当面高止まりすることが予想される。今週発表される米CPIや小売売上高といった経済指標が市場予想を大幅に上回ったり、パウエル議長がタカ派よりな発言をすれば、115円を試す展開もあるだろう。

(市場営業部/川合)

今週の経済指標（予定）

| 日付 | イベント | 予想 |
|----------|--------------------|-------|
| 11/14(水) | (日) 7-9月GDP(前期比) | -0.3% |
| 11/14(水) | (米) コアCPI(前年比) | 2.2% |
| 11/15(木) | (米) パウエルFRB議長講演 | - |
| 11/15(木) | (米) 小売売上高(前月比) | 0.5% |
| 11/16(金) | (欧) 10月HICP(前年同月比) | 2.2% |

USD/JPY (4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 | 112.50 – 114.50 | 米中間選挙・FOMCといった重要イベントを消化しての結果が113円台後半。居心地の良さを考えるとレンジ相場継続？ |
| 川合隆行 | 112.80 – 115.00 | FOMCにおいて利上げ路線が確認出来たことからドル円は底堅い展開を予想。経済指標が強含めば上値を試す展開も。 |

2. 円金利相場概況

一大イベント（米中間選挙）の国内金利マーケットへの影響は限定的。焦点は再び貿易摩擦問題へ。

10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）



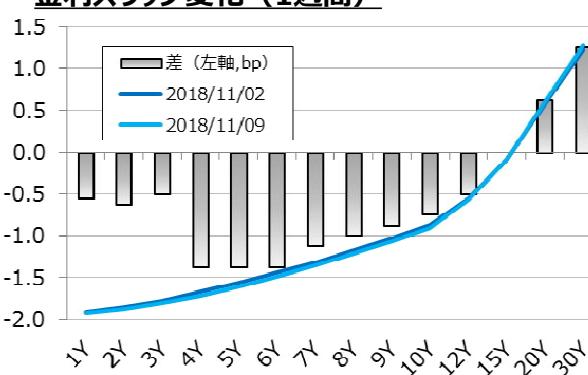
コメント

先週の長期金利(10年債利回り)は、一大イベントの米中間選挙やFOMCが、概ね市場コンセンサス通りの結果となったこともあり、横這い推移。週初は、2日発表の好調な米雇用統計に伴う米金利上昇を背景に、円金利も上昇してスタートしたが、米中間選挙を控え小幅に下落。その後、週央にかけては、市場想定通りに野党の民主党が下院を制する“ねじれ”議会となった米中間選挙の結果を受け、リスクオンとなった株価動向を睨みつつ、一進一退の状況となった。だが、週末金曜日に、前日の大幅上昇の反動売りや、週末前の持ち高調整の圧力により、日経平均株価が前日比200円超下落したこともあり、長期金利は0.12%（前週末比:▲約1bp）に下落して引けた。

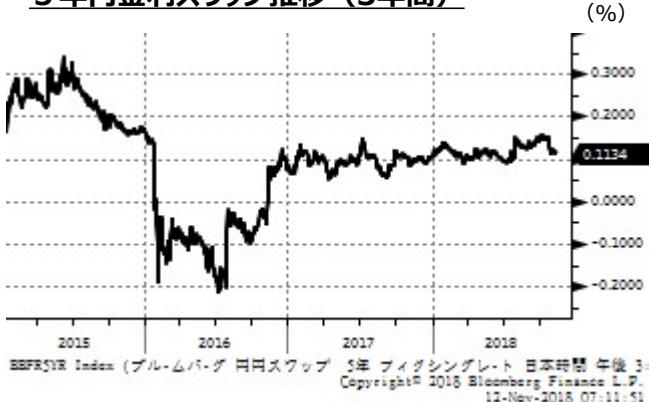
今週は、注目イベントもないことから、再び貿易摩擦問題に市場の関心が戻り、米中両国の経済指標や要人発言を睨みつつの動意にかかる展開が続くだろう。また、相次ぐ超長期債の入札及び、日銀オペの買入日変更を背景に、0.12%~0.15%程度のレンジを見込む。

（市場営業部/鳥本）

金利スワップ変化（1週間）



5年円金利スワップ推移（3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 |
|--------|-----------------|--|
| 吉岡博紀 | 0.125% – 0.150% | 今週から月末週まで超長期債の入札が続く。日銀オペスケジュールの後ろ倒しにより、金利上昇圧力が強まる場面もありそうだ。 |
| 小野口裕美子 | 0.11% – 0.15% | イベント一巡により日銀オペスケジュール変更というテクニカルな部分に注目が行きそう。入札低調で金利上昇となるか。 |

3. 今週のトピックス

国内事業法人ハイブリッド債市場について

事業法人ハイブリッド債 ～ 振り返り

発行動向 ～存在感あるプロダクトへ成長

- 2015年に事業法人のハイブリッド債としては、初の公募案件となる三菱商事債が起債された。格付会社が格付基準を見直し、資本性評価を明確化したことにより発行環境が整い、市場の発展に寄与したと考えられる。
- 翌年の2016年は、ソフトバンクの起債や資源価格急落の影響を受けて劣後ローン調達を実施した商社など大型案件の影響により過去最大の発行額となった。
- 2018年度は今のところ、過年度に見られたような大型案件が成就していないが、発行登録をしている楽天や、ドン・キホーテHDが相応の規模で発行する可能性がある。
- 事業法人のハイブリッド調達の調達形態としては、取引先金融機関による劣後ローンの形態が発行量で優っている【図1参照】。とはいっても、2015年以降の3年間で商品性の浸透とともに、投資家層は拡大し、ハイブリッド債は国内クレジット債市場において注目を集めている存在となっている。

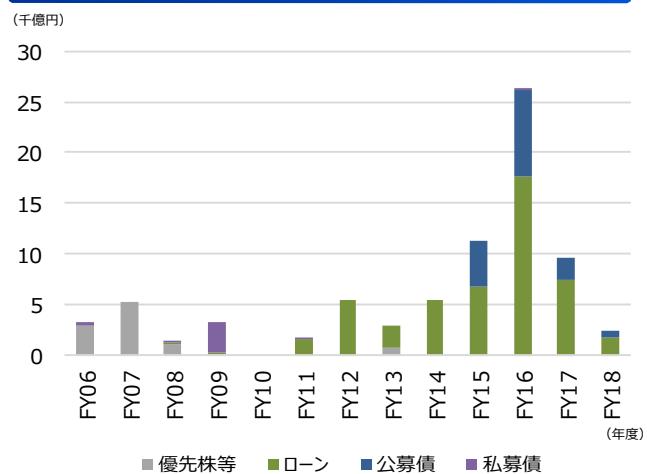
ハイブリッド債の商品性 ～起債フォーマットの確立

- ハイブリッド債は会計上は負債であっても、格付会社が各々の基準によって、資本への参入を認めていることから、格付けの維持に貢献する。このことは発行体の起債動機ならびにハイブリッド債のストラクチャーと密接な関係がある。
- ハイブリッド債は、資本性評価を受ける前提として超長期債ないし永久債として設計される。その上で、発行後5年後等に早期償還特約が付されることが一般的である。
- 早期償還はあくまで発行体の権利であるが、ステップアップ金利の設定や資本性評価の低減などによって、早期償還の蓋然性を一定程度評価することができるため、中期債投資を企図する投資家も投資することが可能である【図3参照】。
- 格付情報や格付基準が一般債投資以上に投資判断に影響するため、評価基準に十分に知悉する必要がある。また、格付会社ごとに評価の視点が異なり、同一の案件に対する資本性評価も異なっている場合がある【図2参照】。格付情報の利用にあたっては十分な注意を払う必要がある。

投資ポイント

- 事業法人のハイブリッド債は、格付基準に即してフォーマットが標準化されてきたことにより、ストラクチャーと格付会社の資本性評価の関係など、商品の特性を踏まえて投資判断を行い易くなつた。
- ただし、原則的には発行企業とのミーティング等を通じ、資金用途や資本政策を理解し、それらをよく吟味することの重要性は非常に高いと考えられる。
- 一般債投資に比べ、検討事項は増えるが、本邦のタイトなクレジット市場において、ハイブリッド債は貴重なミドルリスク・ミドルターン投資の機会を提供するプロダクトだといえよう。

【図1】発行額推移



※Bloomberg、格付会社、発行企業のリース等をもとに集計

【図2】直近のハイブリッド調達

| ■2018年ハイブリッド調達一覧 (発行額：億円) | | | | | |
|---------------------------|------|-----|-------|--------|--------------------------|
| 発行体 | 発行日 | 種類 | 発行額 | 償還 | 資本性評価 |
| ヒューリック | 18/1 | 公募債 | 500 | 35NC5 | JCR:50% |
| ヒューリック | 18/3 | ローン | 1,000 | 35NC5 | JCR:50% |
| 野村不動産HD | 18/3 | 公募債 | 300 | 40NC10 | R&I:50% JCR:50% |
| 野村不動産HD | 18/3 | 公募債 | 200 | 42NC12 | R&I:50% JCR:50% |
| JFEHD | 18/3 | ローン | 2,000 | 60NC5 | MDYS:50% R&I:30% JCR:25% |
| JFEHD | 18/3 | ローン | 1,000 | 60NC10 | MDYS:50% R&I:30% JCR:25% |
| 東洋紡 | 18/3 | ローン | 150 | 60NC5 | R&I:70% JCR:75% |
| 野村不動産HD | 18/4 | ローン | 550 | 37NC7 | R&I:50% JCR:50% |
| サントリーHD | 18/4 | 公募債 | 720 | 60NC5 | JCR:50% |
| ゼンショーハード | 18/6 | ローン | 300 | 35NC5 | JCR:50% |
| 日本空港ビルディング | 18/8 | ローン | 300 | 60NC5 | R&I:50% |
| トキマ | 18/9 | ローン | 600 | 60NC5 | R&I:70% JCR:75% |

※Bloomberg、格付会社リースなどから作成。

【図3】資本性が認められる商品特性

| 資本性商品の特徴 | 発行体 | 投資家 |
|--|----------|-------|
| 永久性 | 格付の維持・向上 | 中期債投資 |
| 劣後特約 | | |
| 利息繰延 | | |
| 資本性50%が認められている商品事例※ | | |
| ■ 35年ノンコール5年、金利ステップアップ5年目100bp残存期間が20年以下になると資本性20% (JCR) | | |
| ■ 60年ノンコール5年、金利ステップアップ10年目25bp、25年目75bp、5年目以降資本性0% (S&P) | | |

※概略のみ。実際の投資に際しては各案件の商品性について格付会社等と詳細に確認を行う必要がある。

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