



Weekly Market Report

Jan 21, 2019

FX, JPY Interest Rate, Topics

1. 為替相場概況

米ドル買い一巡、一旦は足元の状況を見極める展開か

USD/JPY (1週間の値動き)



(出所) Bloomberg

コメント

先週の為替相場は米ドルが堅調に推移し、米ドル円は109円台後半へ上昇。ドイツの成長鈍化、ドラギECB総裁の慎重発言などでユーロ売り圧力が広がり、相対的に米ドル相場を押し上げた。ムニューシン米財務長官が対中関税の引き下げを検討と一部で報じられたことも、リスクオン相場への期待感を醸成した。一方、ポンドはEU離脱関連の報道により神経質な値動き。メイ政権のEU離脱協定案は英下院で否決され、一時大幅に下落する局面もあったが、その後はEU離脱期限延長などポンドにとってポジティブな施策が取られるとの観測が広がり、リスク回避ムードに歯止めを掛けた。ポンドはユーロ相場とは対照的に対米ドルを含めて各主要通貨に対して上昇している。今週の為替相場だが、米ドル買いは一巡し、一旦は足元の状況を見極める展開を予想。来週のFOMCを前に米ドル円は109円台を中心とする狭いレンジで推移するだろう。(市場営業部/浅川)

今週の経済指標 (予定)

日付	イベント	予想
1/21(月)	(中国) GDP	+6.4%
1/22(火)	(欧州) 独ZEW景気期待指数	-18.5
1/22(火)	(米国) 中古住宅販売件数	5.24M
1/24(木)	(欧州) ECB理事会	-
1/25(金)	(欧州) 独IFO現況指数	104.2

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	107.50 - 110.50	ドルのショートカバー一巡。株価も本格化する企業決算を前にして上昇一辺倒には陰り。ドル円相場の上値は重い。
坂本涼	108.00 - 110.50	米中貿易問題や、米政府機関閉鎖の進展に関するヘッドラインが出たタイミングではドル買いを見込む。

2. 円金利相場概況

堅調な株式市場を背景に、プラス圏を維持。

10年国債金利と債券先物 (1週間の値動き)



(出所) Bloomberg

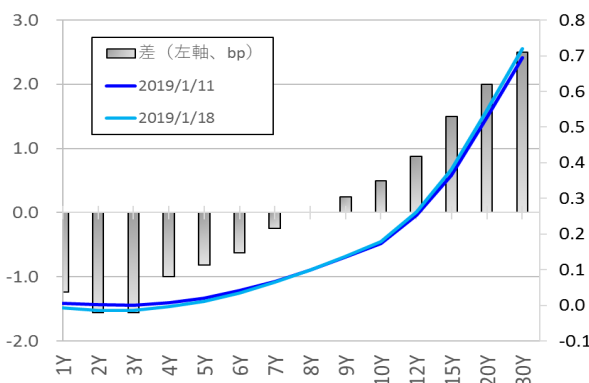
コメント

先週の長期金利（10年）は、米中貿易協議の進展や堅調な米経済指標を背景に、年末の大幅下落局面からの反転上昇が続く日米株式市場の影響もあり、プラス圏内で横這い推移。週初は、米中貿易協議への期待感や、年末年始にかけての総悲観ムードからの巻き戻しとも言えるリスクオン気運が再来。日経平均株価も20,500円を回復し、株価上昇に連動する形で、長期金利も上昇。週中から週末にかけて、英議会でメイ首相によるEU離脱案の歴史的否決や、中国の冴えない貿易統計などが一時リスク要因として意識されたものの、米国内の堅調さが再認識され出したことに伴うリスクオン気運に水を差すまでには至らず、長期金利は前週末並の水準で引けた。

今週は、日銀買入オペなども予定されているが、先週の一部増額対応を踏まえれば減額は想定し難く、上昇基調ながら完全に参加者の恐怖感が未だ拭えていない株価市場を睨みながらの横這い推移を見込む。
(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
高野 一步	-0.02% - 0.02%	米中貿易摩擦が緩和方向にあるため金利は低下しづらいが、日銀買入オペも期待され、今週はそれ程大きな動きはなさそう。
小野口裕美子	0.00% - 0.03%	リスクオフが一服し金利上昇が期待されるも、日銀オペへの警戒感から低下幅も限定的で狭いレンジでの推移を予想。

3. 今週のトピックス

米国バンクローン市場

利上げの休止観測で岐路に立つ米国バンクローン市場

年末年始の米国バンクローン市場は大荒れ

2018年の米国バンクローン（以下、ローン）市場は、米国の好調な経済状況を反映して、9月いっぱいまでは順調なパフォーマンスとなったが、10月の米国株式急落に端を発して、12月の低流動性環境の中での換金売りにより価格下落が本格化した。2018年通期のトータルリターン*については、+0.4%に留まり、前半3四半期のプラスを10-12月にほぼ失う格好となっている【図1】。

年明け後は、米国株価が一旦底打ちしたことや、米国金融当局要人のサポート的発言もあり、リスク資産全般に資金が還流している。ローン市場についても、1月17日現在、年初から+2.5%と、昨年の急落のほぼ七割方取り戻しており、現状のローンにおける利息収入による利回り（利息利回り）は、6.9%となっている。

金融政策とローン市場

12月の換金売りの発端は、リテール投資家とされている。リテール投資家は、投資信託を介して、ローン市場の主要な投資主体として認識されている。また、ローンは変動利回り商品であることから、金利上昇局面に最適な投資手段のひとつとして、ここ数年来リテール投資家の資金が流入を続けていた。

しかし昨年11月下旬に、パウエルFRB議長の政策金利は中立金利の幅広いレンジを「わずかに下回る」発言以降、同12月にFRBは0.25%の利上げを実施したものの、市場の金利先高観が一挙に後退。政策金利の先物市場では、3か月前（18年10月）時点で、将来1年半で2回程の利上げを織り込んでいたが、現在においては2020年以降に利下げの可能性を織り込む状態となっている【図2】。

金利上昇期待が剥がれ落ちたことから、リテール投資家はローン市場の売り手として台頭している状況にある。

絶対利回り投資家vsスプレッド投資家

リテール投資家は、自己資金による投資であることから、ローン投資によるリターンは、変動金利と信用スプレッドの合計である利息利回り（絶対利回り）を投資の目的としている。変動金利が頭打ちになるにつれ、絶対利回り投資家が売り主体となりつつある現在、機関投資家の動向が注目される。

ここでの機関投資家とは、変動金利については資金調達コストで相殺され、投資の成果を信用スプレッドで享受する投資家を指す。具体的に言えば、ローン担保証券（CLO）投資および、為替をヘッジしたファンド投資が挙げられる。2014年から15年にかけて、利上げ観測が遠のいたことを契機に、絶対利回り投資家の資金流出が本格化した局面も、CLOを中心としたスプレッド投資家のフローで市場全体の需給を吸収できた過去もある。

現状信用スプレッドは4.1%で、ここ数年の3%台からある程度調整された位置にある。前回とは違い、今回は米国景気の先行き不透明感が高まっているが、米国景気の底堅さが確認されれば、スプレッド投資家中心に需給が安定することも予想される。目先は、スプレッド投資家の動きを代表するCLOの組成状況に十分注意を払いたい。

【図1】米国バンクローン市場（トータルリターン*）

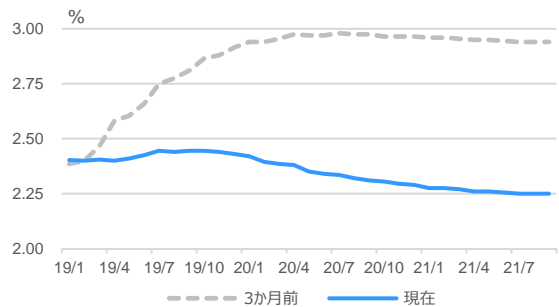


*トータルリターン = 利息利回り + ローン価格変動によるリターン

**2019年1月17日現在

出典：S&P Global Intelligence S&P/LSTA Leveraged Loan index

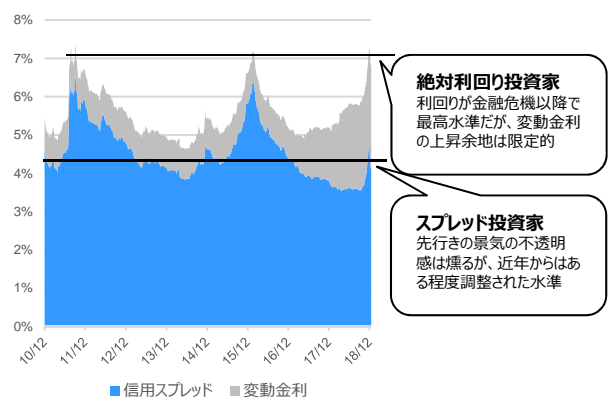
【図2】米国政策金利の織り込み状況の変化



政策金利（フェド・ファンド・レート）先物を利回り表示した数値 0.25%の上昇（低下）を1回の利上げ（利下げ）として認識

出典：Bloomberg

【図3】ローン市場の利回り推移と主な水準の見方



*LIBORフロアによる効果は変動金利部分に計上
2019年1月17日現在

出典：S&P Global Intelligence S&P/LSTA Leveraged Loan index

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