

Weekly Market Report

Feb 04, 2019

FX, JPY Interest Rate, Topics

1. 為替相場概況

イベント目白押しの一週間。12月から一転し、パウエル議長の“ハト派”色が鮮明に。

USD/JPY (1週間の値動き)



コメント

先週は、イギリスのEU離脱協定修正案の決議や、2019年最初のFOMCにおけるパウエルFRB議長会見の他、米1月雇用統計及びISM製造業景況指数などのイベント目白押しだった。但し、結果的にドル円相場は、値幅2円未満(108.49-109.75)の狭いレンジでの推移となった。

週初から週末にかけては、29日のイギリスのEU離脱協定修正案の決議が大きな影響を及ぼすことなく、動意に欠ける展開となった。しかし、週半ばの30日に状況が一変。予想を上回る米1月ADP雇用統計を受け、週間高値109.75円をタッチ。

その後、株式市場参加者が望む“100点満点に近い”ハト派的内容のパウエル議長講演(利上げ休止・量的金融引締め「QT」の中止)を受けて、19年度中の利上げ回数ゼロを見込む参加者も増え、31日に週間安値108.49円を付けるまでドル安円高が進行。

だが、1日には、事前予想を大幅に上回った米雇用統計(非農業部門雇用者数【前月比】：予想+16.5万人/発表+30.4万人)や、3年振りの低水準に落ち込んだ12月から回復を見せたISM製造業景況指数を受け、前週末並の109.50円台まで値を戻した。

今週は、先週末のリスクオフの流れを引継ぎつつも、5日のトランプ大統領の一般教書演説や米中貿易協議を巡る不透明感、先日のFOMCで示された利上げ休止の可能性が、上値を抑える形となろう。その為、107.50~110.00円前後での推移を見込む。(市場営業部/鳥本)

今週の経済指標 (予定)

日付	イベント	予想
2/4(月)	(米国) 11月製造業新規受注	前月比+0.3%
2/5(火)	(米国) ISM非製造業景況指数	57.0(前回57.6)
2/5(火)	(米国) トランプ大統領一般教書演説	-
2/7(木)	(米国) パウエルFRB議長講演	-

USD/JPY (4年間)



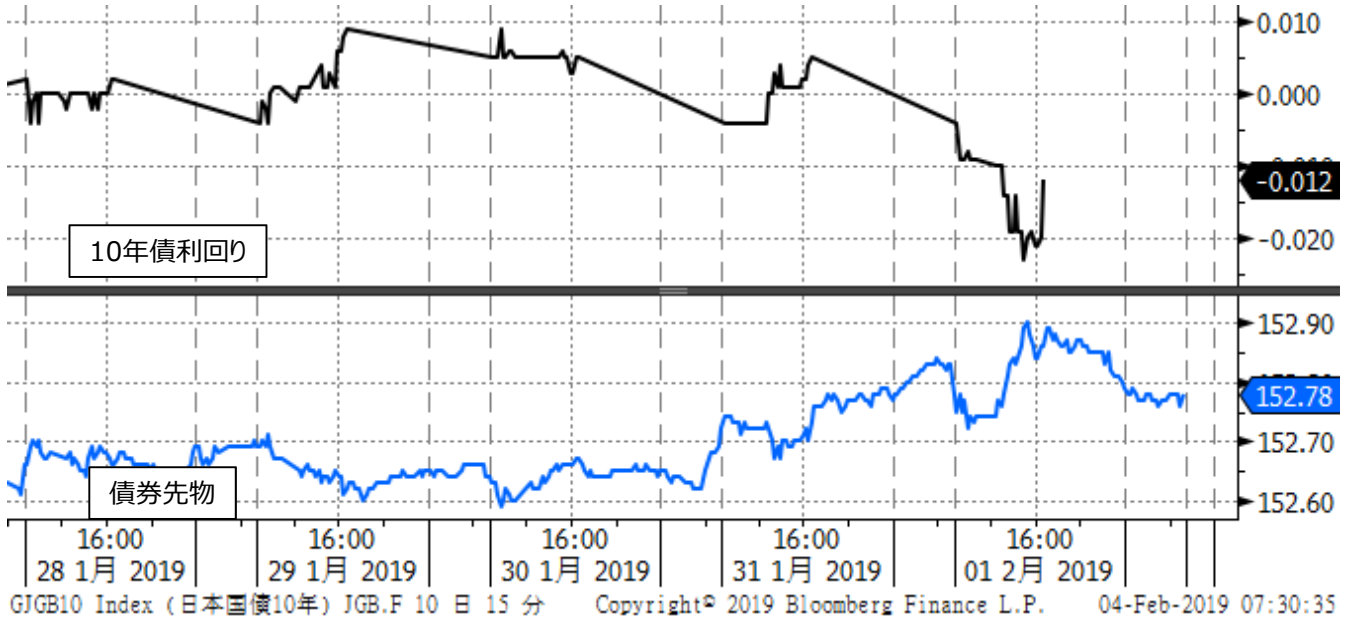
今週のレンジ予想 (USD/JPY)

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
今村仁	108.00 - 110.00	FOMC・米雇用統計を消化して尚、方向感の醸成には至らず。一般教書演説には注意が必要も、レンジを抜けきれず。
坂本涼	108.50 - 110.50	一般教書演説で保護主義政策が改めて強調された場合は、リスクオフの円高に注意。パウエル議長の講演にも注目。

2. 円金利相場概況

今週も長期金利（10年）は方向感が出難い展開を予想。

10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）



コメント

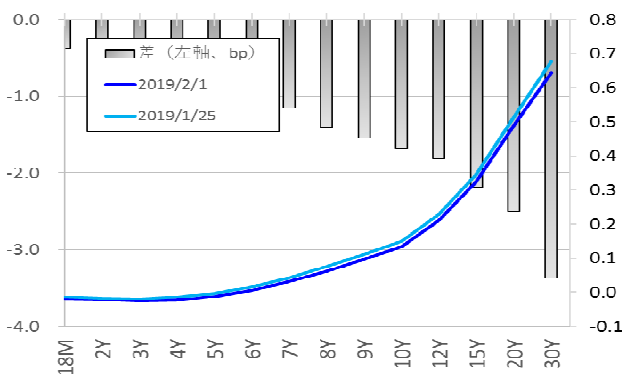
(出所) Bloomberg

先週の長期金利（10年）は方向感のない展開となり、特に週末まではゼロ%前後で推移した。週初、日銀が買い入れオペの金額を据え置いたことも支えとなり、前週末と同様ゼロ%前後でスタート。翌日（29日）に行われた40年債入札は予想通り無難な結果（応札倍率：3.79倍）。注目されたFOMC（29日～30日）では、声明にてフォワードガイダンスを『緩やかな追加引き上げが適切』から『（利上げを）様子見する』に変更されたが、長期金利への影響は限定的だった。その後行われた2年債入札（31日）は、順調な結果（応札倍率：6.08倍）。週末には、米国の追加利上げ観測の後退や日銀買い入れオペ方針が据え置かれたこと等を材料に一時-0.02%を割り込むも、すぐに反発、結果-0.01%程度で越週した。今週の長期金利は、引き続き方向感が出難い展開を予想。米雇用者数の堅調な伸びや米中貿易協議の進展の兆しがあっても、日銀買い入れオペにより長期金利の上昇が抑えられ、結果ゼロ%前後での推移となる。

(市場営業部/山添)

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	▲0.05% - 0.00%	日銀オペの変更が無かった事や、先週のFOMCの結果を受け、円金利は引き続き低下余地を探る展開が続くだろう。
伊豆浦有里恵	▲0.05% - 0.02%	足元は過度なリスクオフムードが一服も、米中・英の行方に不透明感根強く、需給面からも債券は売りづらい状況が継続。

3. 今週のトピックス

～原油市場アップデート～

原油相場の足元の状況を「石油輸出国機構（以下、OPEC）の減産」と「原油市場のスワップカーブの形状変化」に焦点を当てて、考察してみたい。原油市場のスワップカーブは先物カーブから算出されたものであるが、市場参加者の将来価格の予測値とも言える。図1は以下の4つの時点における、WTI原油のスワップカーブを比較したものの。

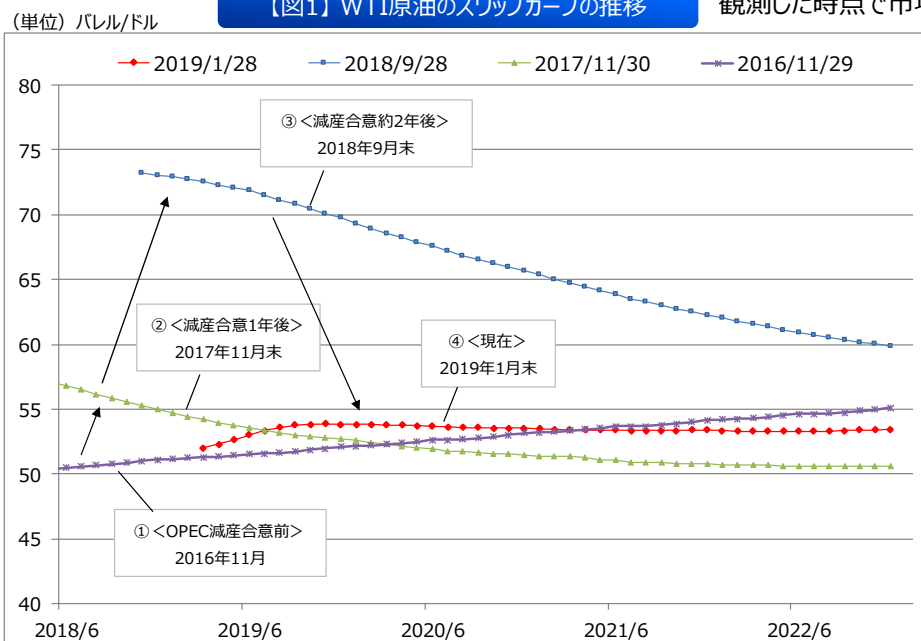
- ①. 2016年OPEC減産合意前日【緩やかなコンタンゴ】
2016年初より醸成されてきたOPECによる減産合意だが、当時は減産合意に漕ぎ着けられるか市場は半信半疑の状態、更にその実効性についても疑問の目が向けられていた。
- ②. 減産合意1年後【緩やかなバックワーデーション】
OPEC月報より、各国の減産順守率が高い水準であることが明らかになり、期近価格が上昇開始。
- ③. 減産合意約2年後【深いバックワーデーション】
OPECによる継続的な生産調整に加え、OPEC加盟国内の供給不安（イラン、ベネズエラ、リビア）を背景に、期近価格が更に上昇。世界第一位の石油消費量を誇る米国の好調な経済状態も後押し。
- ④. 現在【足元8か月先まではコンタンゴ、その後はほぼ横這い】
突如として決定されたイラン産原油の全面禁輸の180日間の猶予、そして世界経済の鈍化による石油需要後退懸念を背景に、原油相場は僅か2か月で40%以上急落。

2016年11月末に決定した8年ぶりのOPEC減産合意を受けて、世界最大規模のカルテルは翌年1月から120万バレル（約1.2%）の生産調整を実施。当初は各国に割り当てられた減産枠の遵守について、その実行性に疑問の目が向けられていたが、毎月発表されるOPEC月報にて減産の進捗が良好であることが示されると、原油相場は足元の価格を中心に上昇を開始（図1②）。米国の産油量は米エネルギー情報局（EIA）の予測の通り、右肩上がりが増え続けていたが、市場は米国による経済制裁が再び発動されるイラン、マドゥロ大統領の再選以降、こちらも米国による経済制裁で国内経済の混乱が続くベネズエラ、そして2011年のカダフィー政権崩壊後、東西で紛争が続くリビアの供給不安を手掛かりに、原油価格は約4年ぶりの高値水準まで上昇（WTIは昨年10/3に1バレル=76.90ドルに到達）（図1③）。

しかし、昨年10月以降、中国経済の鈍化、米国による継続的な利上げを警戒した株式市場の調整を受けて、原油相場もリスク資産として下落を開始。11月には米国による第二弾の対イラン制裁発動が180日間猶予される（日本を含む8か国が適用除外）との報道を受けて、イラン産原油の余剰感などから原油在庫が増加し始め、原油価格に下方圧力が強まる結果となった（図1④）。将来に亘って形成される原油市場のスワップカーブは減産合意からほぼ2年を掛けて、「行って来い」の状況となっている。

このように原油市場のスワップカーブはファンダメンタルズや市場参加者の見通しなどに大きな変化が生じる毎に、近年では半年から1年周期で大きな変化を見せている。それぞれ定点観測した時点で市場がどのような状況にあったのかを振り返って分析することは、原油相場の先行きを見通す上での手助けとなる。（市場営業部 山中）

【図1】 WTI原油のスワップカーブの推移



(出所：Bloombergよりあおぞら銀行が加工)

OPEC総会開催スケジュール

1	2016年11月30日 8年ぶりに減産を決定
2	2017年5月25日 減産期間を9か月間延長
3	2017年11月30日 減産期間を更に9か月間延長
4	2018年6月22日 一部増産を決定
5	2018年12月7日 減産継続で合意
6	2019年4月17日-18日（予定） 7月以降の減産延長を協議

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