Weekly Market Report

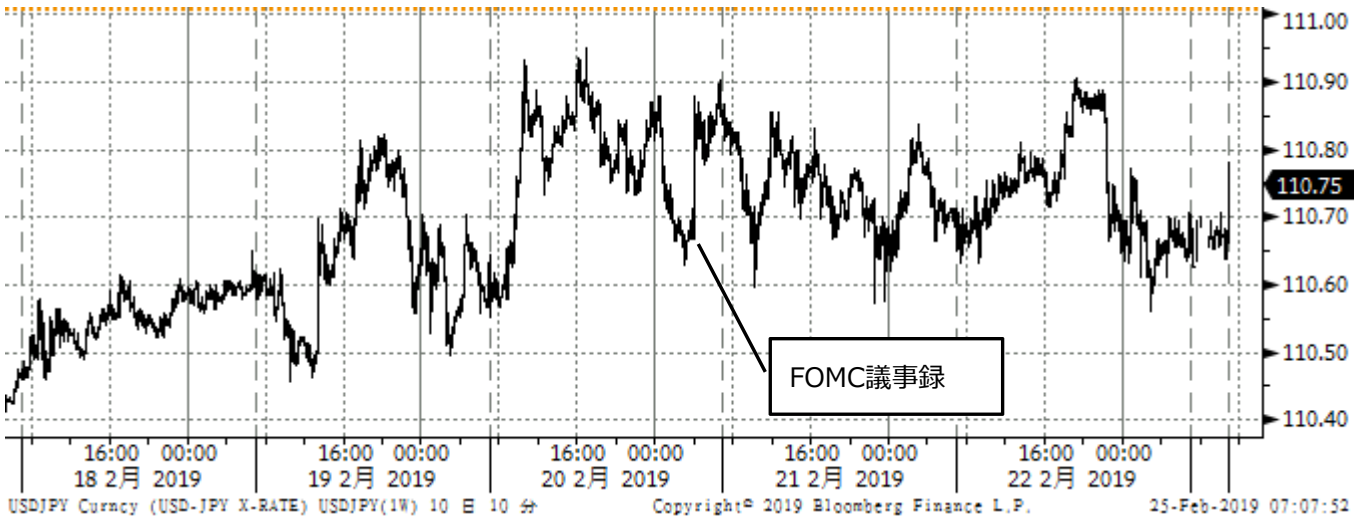
FX, JPY Interest Rate, Topics

Feb 25, 2019

1. 為替相場概況

米中貿易交渉の進展はある程度の織り込みが進んでおり、明確な上抜けは難しいか。

USD/JPY （1週間の値動き）



（出所）Bloomberg

コメント

先週のドル円相場は110円台半ばから後半での狭いレンジで推移。週明け18日は110円台半ば付近で取引をスタート、19日(火)には黒田日銀総裁の追加緩和に関する言及等に反応し110円台後半まで上昇する場面があるも総じて小動きに。20日(水)発表のFOMC議事録は「参加者の多くが年内のバランスシート縮小を望む」等のハト派的内容が含まれていたものの、利上げ停止が明確に示されていなかったことから110.91円まで上昇。その後は、米中貿易交渉の進展を示唆するヘッドイランに反応し上昇する局面があるも、明確な方向感は出ず結局は110.70円付近での越週となった。今週も米中通商交渉に関するヘッドラインが続々と出て来るものと思われるが、対中関税引き上げの期限延期を含めて交渉の進展に関してはある程度の織り込みが進んでおり、更なる上値追いは難しいと予想する。また、パウエル議長に議会証言についてはバランスシートの縮小、当面の利上げ停止といった対応以外でハト派寄りの発言があるか否かに注目したい。　（市場営業部/坂本）

今週の経済指標（予定）

日付	イベント	予想
2/26(火)	（米国）パウエル議長議会証言	—
2/28(木)	（中国）製造業PMI	49.5
2/28(木)	（米国）10月-12月GDP速報値	+2.4%
3/1(金)	（米国）ISM製造業景況指数	55.6
3/1(金)	（米国）ミシガン大消費者マインド	95.8

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
國井靖子	109.00－111.50	米中交渉や米議会債務上限問題の期限(3/1)を控え動きづらく、レンジ内推移を予想。パウエル議長の議会証言に注意。
坂本涼	110.00－111.50	米中交渉の期限延期等は織り込み済ながら、抜本的な解決に向けた前進がない限り上昇幅は限定的か。

2. 円金利相場概況

引き続き、良好な需給環境は維持され、円金利は確りし易い展開か

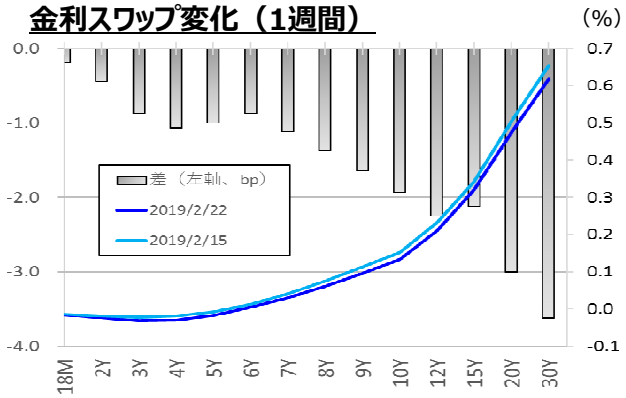
10年国債金利と債券先物 （1週間の値動き）

（出所）Bloomberg

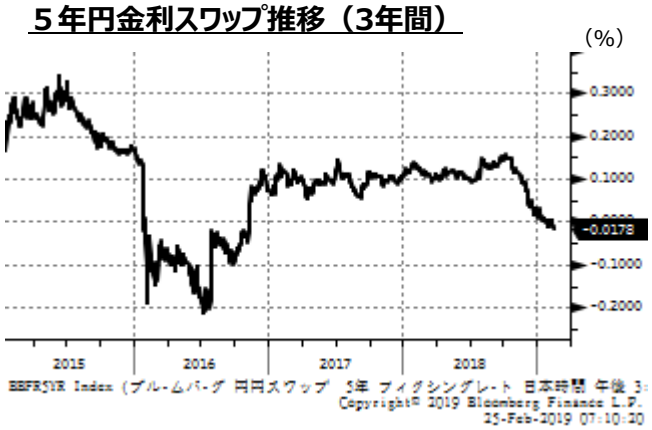
コメント

先週の円金利マーケットは日銀オペや入札により、しっかりした地合いとなり、債券先物は153円台を試す場面が見られた。週前半は米国市場が休場で手掛かりに欠く中、19日の20年債入札は好需給要因となる年度末に向けた生保等機関投資家の買いが入り、長期・超長期ゾーンを中心にフラット化した。同日夜間の債券先物取引では153円台を試しに行くも、高値警戒感から上値は重い展開となった。20日公開のFOMC議事録ではサプライズはなく、相場への影響は限定的であった。週末の日銀オペは一部で減額警戒感があった中、オファー額が据え置きになると、再び債券先物は153円台を試しに行き、10年債利回りは一時-0.050%まで低下した。今週も良好な需給環境の中、引き続き金利は低下し易い地合いとなりそうだ。今月末発表される3月の日銀オペ計画と先週のFOMC議事録で年内利上げの可能性を残している事から、今後の見通しについて26－27日のパウエルFRB議長の議会証言に注目したい。 （市場営業部/福永）

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）

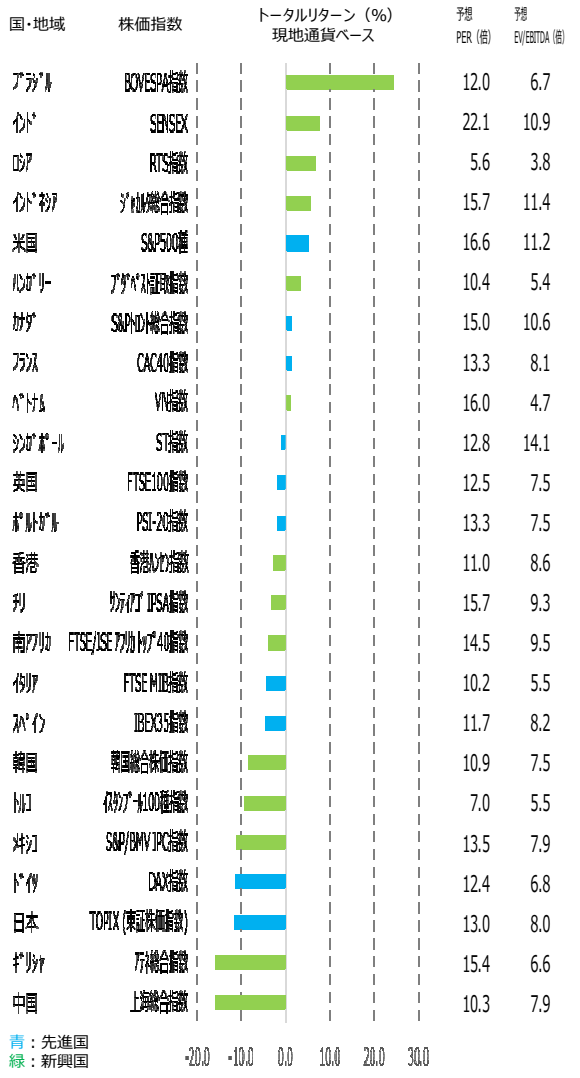
予想者	今週のレンジ	予想のポイント
高野一歩	-0.07%－-0.03%	米長期金利が低位で推移しており、国内においても期末買いや期間長期化需要が見込まれることから堅調推移となる見込み。
伊豆浦有里恵	-0.06%－-0.01%	外部環境からは買われ易い地合。期末に向け投資家による積増姿勢から円債市場は底堅く推移。3月日銀国債買入予定を注視。

3. 今週のトピックス

株式バリュエーション

足元株価の上昇続くが割高感は見られず。米中貿易協議のハードランディングには要警戒。

【図A】 2018年以降のパフォーマンス



【図B】 バリュエーション

バリュエーション

指標	国・地域	2018.1.2	2019.2.21	変化率
予想PER	先進国	14.7	12.6	-14.5%
	新興国	14.1	12.4	-12.3%
予想EV/EBITDA倍率	先進国	9.3	7.7	-17.0%
	新興国	8.6	7.7	-10.1%

1株当たり利益（実績値）

指標	変化率	2018.11.15時点
EPS	10.6%	0.6%
	13.4%	6.3%
EBITDA	8.4%	-0.1%
	13.3%	9.6%

（Bloombergのデータを基に当行にて加工、先進国・新興国の別はMSCI基準）

トータルリターン・・・足元は好調

【図A】は株式市場別のトータルリターン（2018年1月2日以降）をグラフ化したもの。多くの市場は未だマイナス圏に沈んでおり一見冴えない印象だが、前回レポート（2018年11月19日）以降、年始にかけて世界的にリスク資産からの退避が起きたことを考慮すれば、図Aの水準にまで持ち直した現在の株式市場を取り巻くムードは寧ろ良いとさえ云える。筆者が考える主な要因は以下3点である。

①米国長期金利の低下による理論株価の上昇
②Fedの金融引締めが終息へ
③米中貿易協議前進への期待

バリュエーション・・・企業収益伸長、投資妙味あり

【図B】は各バリュエーション指標と企業収益（実績値）の変化率をまとめたもの。株価は観測期間次第で受ける印象が前述の様に異なるケースが多々あるため、フラットに評価する上で同指標は有用である。ちなみに計算式は以下の通り。

予想PER＝株価÷EPS（1株あたり純利益）
予想EV/EBITDA倍率＝EV（時価総額＋純有利子負債）÷EBITDA（金利、税率、会計基準等が異なる国同士の差異要因を排除して同じ土俵で企業収益力を比較する際に用いる。計算方法はいくつかあるが、代表的なものは営業利益＋減価償却費）

バリュエーションは前回レポート時点よりも先進国、新興国共に改善している。株価が上昇していることから通常であればバリュエーションは悪化し易いのだが、前提となる予想ベース1株あたり利益の切り替え（※2018年12月末→2019年12月末）もあり、割高感は確認出来ない。加えて、EPS、EBITDAの実績数値の伸び率が前回レポート時点よりも大きく伸びており、数値上、足元の株式市場は健全な上げ相場にあると考えることも可能で、バリュエーション面から危険な兆候は確認出来ない。

※世界的な景気後退が相当程度織り込まれる状態でない限り、翌期（この場合2018年度から見た2019年度）の利益は“増加する”と予想されるケースが通常。

注目材料・・・米中貿易協議のソフトランディングなるか

企業収益への悪影響が懸念された米中貿易問題だが、アップルの下方修正等に見られる様に個別では大きな影響を与えているものの、足元の数値を見る限り現時点で明確に企業収益全体の重しにはなっていない様に見える。ただ、それも今後の展開次第の面が強く、やはり注目は引き続き米中間の綱引きとなりそう。貿易協議期限（3月1日）の延期（決定したとの報道が25日早朝にあり）や、3月中の米中首脳会談の可能性が報じられる等、貿易協議は前進しているとのムードが高まっており、株式市場もソフトランディングを織り込んでいると考えられるが（前述③）、それは裏返せば一転悪化した場合の株価調整は避けられないことを意味する。米中間の行方には今後も要注目である。

（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もありません。
・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、ご自身のご判断でお願いします。
・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。

あおぞら銀行
AOZORA

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