



# Weekly Market Report

FX, JPY Interest Rate, Topics

Apr 22, 2019

## 1. 為替相場概況

国内10連休を控え、ドル円112円台では上値が重いか。

### 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イースター休暇を前に動意に乏しい展開となった。一週間の上下値幅は40銭程度で、週を通して112円近辺でもみ合う展開が続いた。週初からドル円は狭いレンジ内で推移。週央17日には年初来高値となる112円17銭まで上昇する場面も見られたが、週末にイースター休暇、日本では約2週間後に10連休を控えているということもあり、112円を超えて積極的に買い上がるという動きも少なく、東京仲値公表時間にかけて112円まで売り戻された。18日にはアジア株の下落や、欧州PMIの軟調な結果を受けクロス円が下落したことによってドル円も111円80銭を割り込んだが、米小売りの堅調な数字が示されると買い戻しとなった。今週は日本が10連休を控えていることから引き続き112円を超えた場面では上値が重くなる展開が予想される。イベントや経済指標で上昇する局面があれば、ドル円は売っておきたい。

(市場商品部/柚木崎)

### 今週の経済指標（予定）

日付	イベント	予想
4/25(木)	(日) 日銀政策決定会合	-
4/25(木)	(米) 耐久財受注（前月比）	0.7%
4/26(金)	(日) 鉱工業生産（前月比）	0.1%
4/26(金)	(日) 東京CPI（前年同月比）	1.1%
4/26(金)	(米) 実質GDP（前期比）	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
国井靖子	111.50 – 112.50	米GDPの結果など米経済の動向を意識した上下動あるものの、本邦GWを控え調整取引が中心となり膠着相場継続か。
坂本涼	111.00 – 112.50	GW前に積極的な売買は手控えられそうでもみ合いを予想するが、米国の1-3月期GDP速報値の結果には注意が必要。

## 2. 円金利相場概況

### ゴールデンウィークに向けて底堅い推移か

#### 10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）



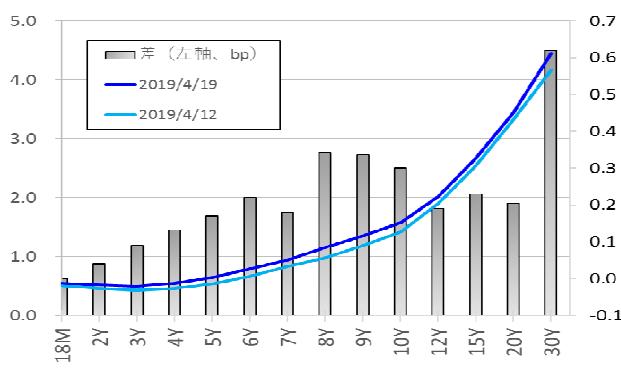
(出所) Bloomberg

#### コメント

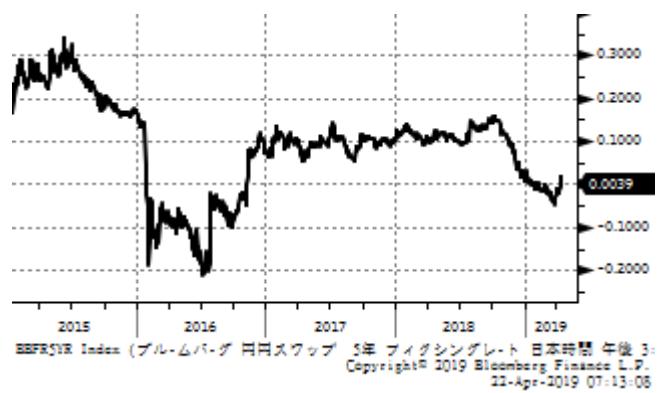
先週の円金利マーケットは週初から海外金利の上昇の流れを引き継ぎ円金利も上昇して始まり、週中にかけて10年債利回りは一時0%手前まで上昇するも海外金利上昇の流れが一服すると円金利も買戻しが入り上下する展開となった。10年債利回りは週初のレベルである-0.03%で引けている。一方超長期債は直近アウトパフォームしていた40年債は大きく調整に入る展開となった。一度は0.60%でサポートされるも金曜に国債買入れオペのサプライズ減額が行われ0.62%まで売られている。オペのオファー額は10y-25yが1800億から1600億に減額、25y超は500億から400億に減額された。今週は2度のオペが入り需給的に良好で基本的には底堅い推移を続けるとみているが、流動性が低下する中、連休前のポジション調整で動きが出る可能性には注意したい。BOJは現状維持の見込みでノーイベントとみている。

(市場商品部/岡本)

#### 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	▲0.05% – ▲0.01%	先週末、日銀オペ減額となったものの、押し目買いで金利上昇は限定的に留まる。10連休を控え円金利は動意を欠く展開か。
廣瀬友絵	▲0.04% – 0.01%	米国長期金利の上昇が一服している中、国債買入れオペ減額で金利上昇圧力となり、国内金利は低下していく展開か。

### 3. 今週のトピックス 米国市況（株式・金利）

**不吉な“逆イールド”が遂に示現。しかし、トランプ大統領と習近平国家主席を信じる者は救われる？**

#### 欧州景況感の悪化に伴う世界的景気減速懸念が浮上。

3月第3週において、予想以上の欧州景況感の悪化を背景に、年末年始の株価急落局面から注目を集めていた米国長短金利差（10年債利回り-3ヶ月債利回り）がマイナス圏へ突入し、“逆イールド”化。市場では、過去の2度のバブル崩壊時に、“逆イールド”発生後に株価が急落したため、長短金利差の逆転は景気後退（リセッション）シグナルの1つとも言われている。【図1～3】

#### “逆イールド”は即座のリセッション到来を示唆しない。

過去の2度のバブル崩壊局面においては、株価の大幅下落まで“逆イールド”発生後およそ1～2年の猶予が認められる。また、株価下落の直前にはISM製造業指数が、好不況の判断の節目である50を割り込んでいることが見て取れる。そのため、今後の動向に留意する必要はあるが、“逆イールド”現象のみをもって、リセッション間近であるとの判断は、少し性急だと考える。【図3】

#### 気付くと米株価指数は過去最高付近まで反発。

“逆イールド”発生後の3月最終週（第4週）は、長短金利差のマイナス幅拡大を警戒してか、世界的に株価が一時弱含んだ。だが、週末に公表された中国製造業PMIが、4ヶ月振りに節目の50を突破。中国の景気底入れ策強化（債務 deleveraging の緩和）に伴う景況感改善の兆しを“神の救いの手”とばかりに、マーケットが好材料扱いした上、米中貿易協議の進展期待感の醸成も重なり、米株価指数は昨年9月の最高値付近まで値を戻した。【図1・2・4】

#### 足元の株価反発は一過性か否か。

一方、年末年始の急落から回復した様に思われる米株価指数だが、1)足元の予想PERは約17倍と既に割安感が剥落、2)EPS成長率が鈍化基調、3)DRAMやNANDメモリー価格が軟調かつ各種在庫水準も高止まり中の半導体セクター（及びSOX指数）が好調な一方、ディフェンシブ銘柄の公益セクターが出遅れており、典型的なリスク・ラリー・サイクル終盤相場の可能性、4)昨年9月の高値が更新できない場合の“三尊天井”出現をチャートが示唆、5)米中以外の日本株や欧州株が未だ出遅れているなどの観点から、足元の反発は“デッド・キャット・パウンス”だと指摘する声も聞かれる。【図2・3】

#### 株高で得をする、株高を望むのは誰か。

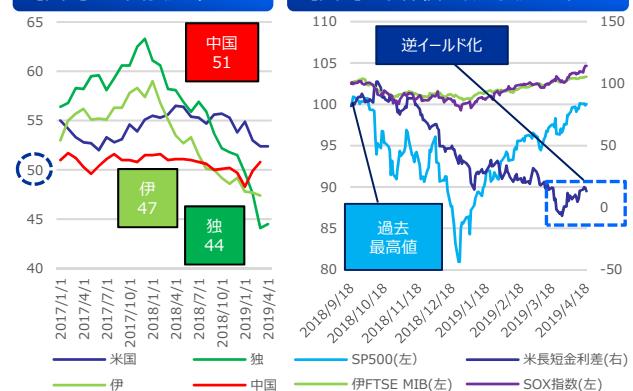
しかし、筆者としては今の段階で弱気になる必要はないと考える。なぜなら、1)半導体セクター（及びSOX指数）や中国株の上昇に加え、欧州の中でも景況が最弱部類に位置するイタリア株が堅調なこと（=過剰流動性相場であるとの証左）、2)低調なインフレ率を背景に、流動性供給の主役である各国の中央銀行が金融緩和姿勢を維持・強調していること、3)低金利を活かし、上場企業の自社株買いが持続すると見込まれること、4)トランプ大統領が来年の再選を目指す任期3年目であること（戦後70年の実績では一番株価パフォーマンスがよく、年次リターンがマイナスになったのは2選目のオバマ大統領1回のみ）、5)中国が19/10に建国70周年を迎える節目の年（国威高揚に繋がる株高が望ましい）であるなど、好材料も多く見出すことが可能だからである。

そして、更なる今後の株高支援策としては、1)米国におけるインフラ投資の促進（実質的な財政拡張政策でトランプ大統領の公約の1つ、民主党からも珍しく一部賛同が得られているもの）、2)3月のFOMCで明示されたFRBによる“QT”（量的引締め）切上げが、具体的に考えられる。特に、“QT”切上げに伴う資産買入再開（再投資見合い）にて、買入資産の年限を短期化させることで、長期金利の上昇をコントロールしつつイールド・カーブのブル・ステーਪ化を促し、不吉なシグナル“逆イールド”的発生を抑制することも可能ではないか。

尚、何らかのショックにより、株価の下落に歯止めが掛からない局面を迎えた場合には、トランプ大統領の言動から鑑みると、米中貿易協議を急遽妥結させるなどのウルトラCにより、株式市場を支援するものと思われる。

（市場営業部/鳥本）

【図1】 各国製造業PMI



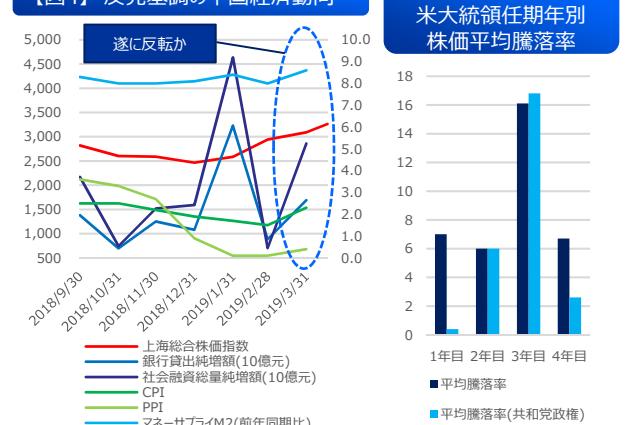
【図2】 米株価指数と長短金利差



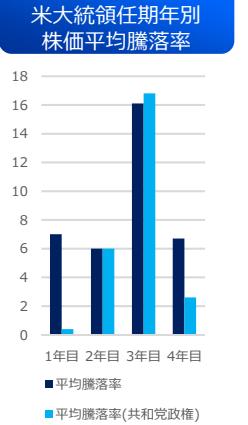
【図3】 米マーケット動向（ITバブルと住宅バブル含む）



【図4】 反発基調の中国経済動向



【図5】 米大統領任期年別 株価平均騰落率



## 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