



# Weekly Market Report

Nov 14, 2022

FX, JPY Interest Rate, Topics

## 1. 為替相場概況

米国FRBの利上げペース減速への期待がドル円相場の上値を抑制

### USD/JPY (1週間の値動き)



### コメント

(出所) Bloomberg

先週のドル円相場は大幅に下落する展開。週初は前週末の米雇用統計が強弱入り混じる結果だったこともあり、ドル円相場は147円近辺からの開始となったが、その後、米中間選挙において共和党が優勢との見方が強まると財政支出の縮小がインフレ抑制につながるとの期待からドル円相場は145円台まで下落。ただし、中間選挙において民主党の善戦が伝えられるとドル円相場は146円台まで再び買い戻される展開となった。注目されていた木曜日の米消費者物価指数はヘッドライン、コア指数ともに予想以上に弱い結果となったことから、米金利が急低下し、ドル売りが進行、ドル円相場も140円台まで5円以上の急落となった。金曜日の東京時間には142円台まで買い戻される局面もあったが、その後も投機筋によるポジション調整が継続し、139円近辺で越週している。今週のドル円相場も上値の重い展開か。日米金利差や日本の輸入実需のドル買いが下値を支えるものの、FRBの利上げペース減速への期待が相場の上値を抑制しそふ。経済指標では水曜日に発表される10月の米小売売上高が注目となる。(チーフ・マーケット・ストラテジスト/諸我)

### 今週の経済指標 (予定)

日付	イベント	予想
11/15(火)	(中国) 10月小売売上高 (前年比)	0.7%
11/15(火)	(米国) 10月卸売物価指数 (前年比)	8.4%
11/16(水)	(米国) 10月小売売上高 (前月比)	1.0%
11/17(木)	(米国) 10月住宅着工件数 (前月比)	-2.0%
11/18(金)	(米国) 10月中古住宅販売件数 (前月比)	-7.4%

### USD/JPY (5年間)



(出所) Bloomberg

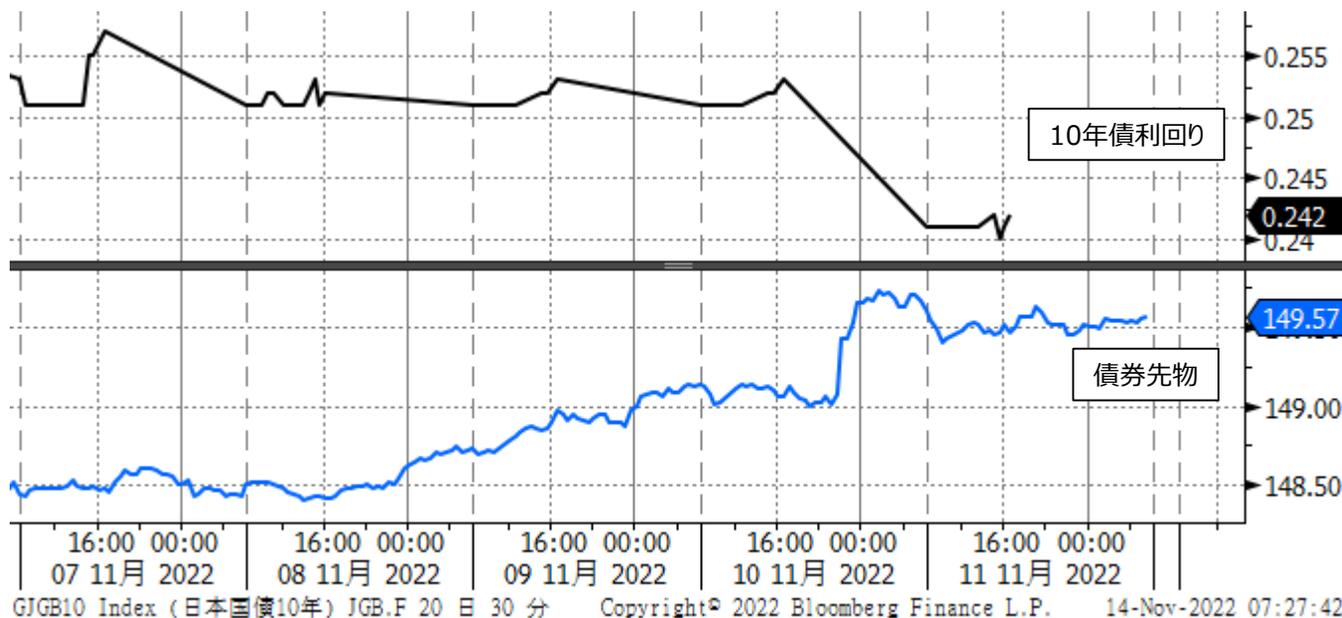
### 今週のレンジ予想 (USD/JPY)

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
下出康平	138.00 - 141.50	米個人消費の低迷が予想され、FRBによる大幅利上げ期待の後退からドル買いが急速に拡大する可能性は低いと考える。
鈴木万里子	138.40 ~ 141.00	米CPI結果を受けて、米利上げペースは減速見込み。上値が重い一方で、輸入実需勢のドル買いもあり下値も限定的か。

## 2. 円金利相場概況

実体経済の悪化により、金利には下方圧力がかけやすい展開か。

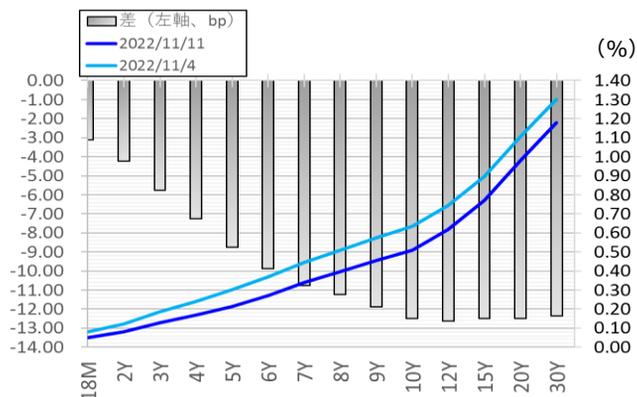
### 10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）



### コメント

先週の10年国債金利は、週初0.25%台から始まり0.24%台に低下して引けた。週前半に、2022年度2次補正予算編成に伴う財務省の国債発行計画の見直しにおいて利付債増発が2年債のみになるとの報道を受け、市中向け発行総額が抑制されることを好感し、5年債を中心とした中期ゾーンの金利が低下。週央の9日には米金利の低下を受け、国債先物12月限は148円66銭（前日比+25銭）でスタート。30年債入札が無難な結果となったことで、一段と超長期金利が低下しプルフラット化した。10日は米中間選挙で多くの選挙区で結果が未確定のままとなったことや米CPIへの警戒感から、国債先物は149円台前半まで続伸。米CPIの結果は市場予想を下回ったほか、米新規失業保険申請件数が悪化したこと等を受け米金利が急低下。国内10年国債金利も0.24%台まで低下して引けた。今週もインフレ鈍化見通しと景気後退懸念により円金利も低下圧力がかけやすい展開になると予想される。（市場営業部/木田）

### 金利スワップ変化（1週間）



### 10年円金利スワップ推移（5年間）



### 今週のレンジ予想（10年国債利回り）

(出所) Bloomberg

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
加藤祐樹	0.230% - 0.250%	米国の利上げペース鈍化が意識され、今週の円債市場は買い戻しが優勢となる展開を予想。火曜日の米PPIの結果にも注目。
伊豆浦有里恵	0.220% - 0.245%	米利上げ幅抑制への期待感や、日銀の国債買い切りオペが支援材料となり、目先は国債利回りの大幅な上昇は見込み辛い。

### 3. 今週のトピックス

#### 2023年米国クレジット市場の展望

##### 金利上昇リスクからクレジット・リスクへ、市場テーマの転換点の見極めが重要

#### 大幅な利上げを受け、円ヘッジ利回りは大きく悪化

米国の金融政策は、2021年を通じてFRBはインフレが「一時的」との見解をもとに、緩和を継続していたが、2022年に入り態度が一変した。同年3月より毎会合での利上げを開始し、6月以降は0.75%の利上げを4会合連続で行うなど、インフレ退治のための金融引き締めが加速度的に進展している。

また、利上げとともにFRBは、いわゆるQT（量的引締め）も着手済みであり、FRBのバランス・シートはピーク時の4月から約300bn（約40兆円相当）削減しており、貨幣流通量（マネー・サプライ）も過去に類を見ない大幅な減少となっている。

このような環境の中、【図1】のとおり、米国債をはじめとする債券利回りの上昇とともにドル円のヘッジ・コストも上昇。昨年末時点で、金利変動リスクの許容を前提に10年米国債の投資で1%程度の利ザヤを得ることができたが、現在では0.8%の逆ザヤとなっている。同様にMBSも円ヘッジ利回りは皆無に近い状況となった。

いわゆるクレジット・リスクがない投資商品による円ヘッジで利回りを確保することは現状厳しく、クレジット・リスクも許容しなければ利回りを得ることは難しい状況となった。

#### 企業収益も徐々に軟化

米国企業のファンダメンタルズについて、2022年7-9月(Q3)の企業決算がほぼ出そろい、S&P500指数採用銘柄において、一株当たり利益（EPS）は【図2】の通り、前年同期比で3.2%のプラス成長となった。ただ、プラス成長はエネルギー・セクターの大幅なプラス寄与によるもので、エネルギーおよび素材セクターを除いたEPS成長率は既にマイナスとなっている。

10-12月期(Q4)においては収益性悪化がほぼすべてのセクターで強まり、指数全体でもマイナス成長、エネルギー・セクターを除けば一桁半ばまでEPSが悪化することを現状織り込んでいる。

ただし、業績悪化におけるキャッシュ・フローの減少は、株主還元の縮小で対応しており、来年での企業業績の悪化が一桁前後で収まるのであれば、株主還元の縮小でキャッシュ・フローの維持が可能とみている。

いずれにせよ、個別企業の決算の行方にはこれまで以上に注意が必要状況に変わりはない。

#### 市場テーマの転換点に備え少しずつ準備を

現状FRBの利上げがいつ、どの程度まで進むかが市場の注目材料となっているため、金利上昇リスクを意識した運営が主流である。ただし、これからは前段のとおり、クレジット・リスクの顕在化にも留意が必要。

利回りの獲得に頼ったポートフォリオでは、このような経済環境の中ではリスクが高く、資産価格の変動も加味して、流動性の確保やヘッジなどリスク調整手法を利用し、トータル・リターン・ベースのリスク管理を行うのが望ましいと考える。

金利リスクからクレジット・リスクへの市場テーマの転換点は、過去の経験則からFRBの利上げの打止め時期に重なることが多い。FRBの動向を注視しつつ、ポートフォリオにおけるクレジットの質を高めるタイミングを見極めることが重要となろう。

【図1】2022年における円ヘッジ利回り※1

	21年 末	22年 11月	変化
ヘッジコスト※2	0.5%	4.9%※3	+4.4%
10年米国債	1.0%(1.5%)	-0.8%(4.1%)	-1.8%
MBS	1.5%(2.0%)	0.2%(5.1%)	-1.3%
債券総合	1.3%(1.8%)	0.2%(5.1%)	-1.1%
米投資適格社債 (IG)	1.8%(2.3%)	1.0%(5.9%)	-0.8%
米国ハイイールド 社債(HY)	3.7%(4.2%)	4.3%(9.2%)	+0.6%

※1 カッコ内はドルベースの表面利回り

※2 3か月物SOFRターム金利+3か月物ベースコストで算出

※3 越年コスト込みのコスト

米国債： Bloomberg Generic

MBS： Bloomberg US MBS Index,

債券総合： Bloomberg US Aggregate Index

IG： Bloomberg US Corporate Index,

HY： Bloomberg US Corp HY Index

出典： Bloomberg

【図2】2022年7-9月期決算状況

S&P 500 業種	EPS		純売上高	EBITDA
	Q3 Y/Y 成長率	22Q4 予想	Q3 Y/Y 成長率	Q3 Y/Y 成長率
エネルギー	+ 138.5%	+ 65.7%	+ 47.5%	+ 76.3%
素材	▲ 14.2%	▲ 19.4%	+ 5.6%	▲ 11.4%
資本財	+ 12.4%	+ 38.9%	+ 12.4%	+ 9.1%
一般消費	+ 13.5%	▲ 13.9%	+ 14.1%	+ 9.6%
生活必需品	+ 3.5%	▲ 3.2%	+ 7.0%	▲ 1.5%
ヘルスクア	▲ 1.1%	▲ 7.9%	+ 5.4%	▲ 0.2%
金融	▲ 18.2%	▲ 7.7%	+ 9.5%	+ 6.9%
情報技術	▲ 2.8%	▲ 8.6%	+ 5.5%	+ 3.1%
コミュニケーション	▲ 27.3%	▲ 20.4%	+ 2.8%	▲ 7.3%
不動産	+ 21.0%	+ 10.8%	+ 13.0%	+ 14.4%
公益	+ 1.5%	+ 4.5%	+ 22.9%	+ 17.2%
<b>S&amp;P500</b>	<b>+ 3.2%</b>	<b>▲ 1.7%</b>	<b>+ 11.3%</b>	<b>+ 8.1%</b>
(除く エネルギー、素材*)	▲ 4.2%	▲ 5.9%	+ 8.4%	+ 2.5%
(除く エネルギー、金融)	▲ 1.8%	▲ 6.1%	+ 8.2%	+ 1.7%

11/8日米国時間現在

ボトムアップデータを集計（不動産セクターのEPSはFFOを使用）

出典： Bloomberg

## 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