



# Weekly Market Report

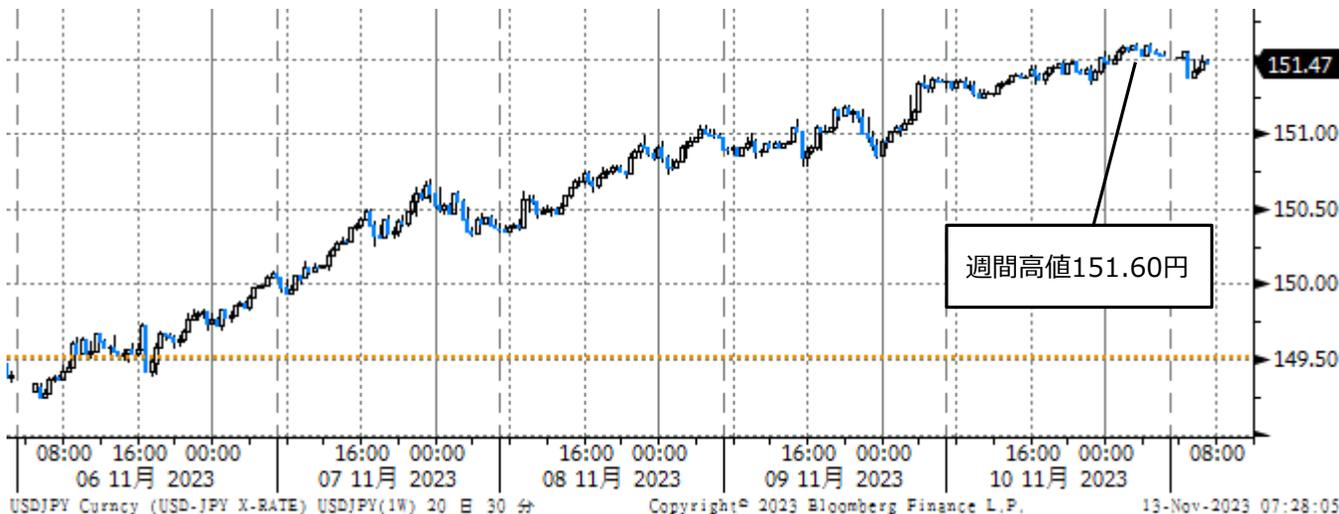
Nov 13, 2023

FX, JPY Interest Rate, Topics

## 1. 為替相場概況

円キャリー取引がドル円相場の下値を支えるものの、為替介入への警戒感が上値を抑制

### 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じり高推移。週初は前週末に発表された米国の雇用統計やISM非製造業指数が弱い内容だったことから米金利が大幅に低下し、ドル円相場は149円台前半からの開始。ただし、その後はドルに買い戻しが入ったことでドル円相場も堅調な展開となり、木曜日にはFRBのパウエル議長から「適切なら一段の引き締めをためらわない」とタカ的な発言がなされたことに加え、米30年国債の入札結果が低調だったことから米金利が上昇。ドル円相場は151円台半ばまで上昇して越週している。今週のドル円相場も高値圏でのみ合いか。ドル円の1か月ボラティリティが7.3%程度と2022年3月以来の水準まで低下していることで円キャリー取引が入りやすく、ドル円相場の下値を支えそうだが、為替介入への警戒感や米長期金利の上昇一服で上値も重くなりそう。経済指標では火曜日の米消費者物価指数が注目。(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
11/14(火)	(米国) 10月消費者物価指数(前年比)	3.3%
11/15(水)	(中国) 10月小売売上高(前年比)	7.0%
11/15(水)	(米国) 10月小売売上高(前月比)	-0.1%
11/15(水)	(米国) 10月卸売物価指数(前年比)	1.9%
11/17(金)	(米国) 10月住宅着工件数(前月比)	-0.6%

### 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
黒川隼汰	149.50 – 152.50	米CPIと小売売上高に注目。数字が好調な場合はドル高材料になりうるも、介入警戒感からドル円上値重い展開か。
下出康平	149.00 – 152.30	小売売上高に注目。消費の落ち込みが予想より悪ければ、米国経済の後退が意識され、ドル売りが優勢となる予想。

## 2. 円金利相場概況

### 先週と打って変わり金利上昇の地合いか

#### 10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）

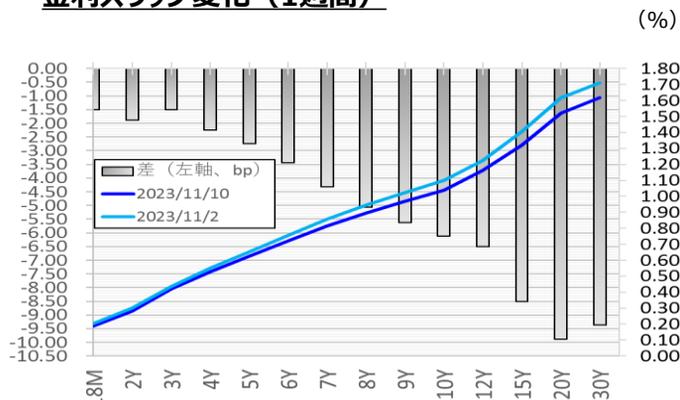


(出所) Bloomberg

#### コメント

先週は、米連邦準備理事会(FRB)の追加利上げ見送り観測や米国債の需給緩和への懸念が後押し買いが優勢、米金利低下により国内債も利回りが低下、0.9%を下回る水準で推移した。9日には30年債入札が堅調な結果だったこともあり一時0.83%と10月20日以来の低さとなった。今週は、14日に5年入札、15日に1-3年/5-10年/10-25年/25年超の日銀国債買入オペ、16日に1-5年の流動性供給入札が予定されている。15日のオペについては応札倍率が前回1.2倍まで低下してしまった5-10年のオファー金額の減額があるが注目である。9日に発表された10月の日銀金融政策決定会合要旨では賃上げ、物価上昇率などに対する確度が高まっており、1ドル151円超の為替も金利上昇を高めやすいと考える。また10日に発表された米シカン大マインドでも期待インフレが大きく上昇、ムーディーズによる米国債の格付け見直しも引き下げたことから米金利とともに上昇圧力がかりやすい地合いと想定される。(市場営業部/小西)

#### 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	0.80% - 0.90%	今週は米10月CPIや米11月小売売上高といった重要指標の発表が予定されており、その結果には注意が必要。
亀田則子	0.81% - 0.89%	米10月CPIなど重要指標の結果次第で米金利が上下する可能性。円金利は日銀政策修正の思惑が残っており上値は限定的。

マーケット情報

国内事業法人ハイブリッド債の動向

■ 2023年度の発行動向

- 国内事業法人による公募ハイブリッド債の起債は、今年度に入り1先（1,000億円）のみ。前年度に続き、発行額は減少傾向（図表1）。
- 今年度は、発行コストの上昇を受けてハイブリッド債の起債が停滞。初回コール日が到来する銘柄が少なく、借換えニーズが限定的だったことに加えて、調達環境が相対的に安定している劣後ローンでリファイナンスする事例がみられた。また、堅調な業績により、財務改善が進んだ発行体も少なくなく、借り換えせずにハイブリッド債を償還するケースも出てきている。

■ 市場ボラティリティの高まりで起債環境が悪化

- 昨年末以降、日銀の政策修正を背景に、円金利のボラティリティが上昇。投資家の社債需要が減退しており、起債環境が悪化している。
- 今年度唯一のENEOS債の発行条件（図2）をみると、前回債（21/6）対比で、長期間限ほど需要が減少したほか、スプレッドも拡大した。
- 金利先高観から、前倒しで起債を検討したい発行体も少なくないと考えられるものの、発行コストの上昇が起債を見合わせる要因となっている。

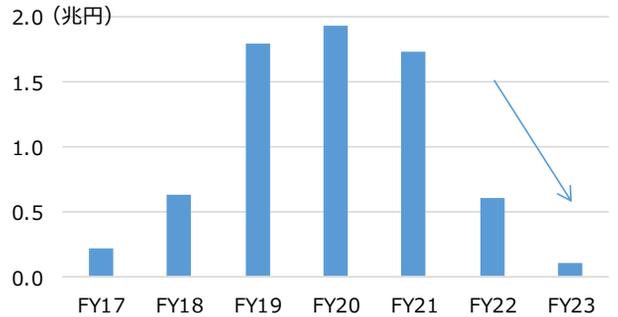
■ 国内企業の信用力評価は改善

- 国内企業の業績は総じて増収増益基調となっており、財務改善が進む。これを受けて、格付機関によるレーティングアクションは格上げが格下げを大幅に上回る状況が続く（図表3）。
- ハイブリッド債は、発行体が格付の維持・向上を目的として、格付機関より資本性評価を受けて起債しているところ、十分に信用力が回復した発行体については、例外的に借換えを要せず償還するケースも出てきている（図表4）。
- なお、来年初回コール日が到来する銘柄については、発行体の財務内容の改善に伴い、既に過半数の銘柄が借換えを要せず償還できる要件（社債要項で定められる借換制限条項の例外要件）を充足しているとみられる。そのため、来年も借換えによるハイブリッド債の発行ニーズは限定的となる公算が大きい。

■ 今後の見通し

- 当面は先行き不透明な市場環境が想定されるため、投資家はリスクテイクにより慎重となり、長期債やハイブリッド債への需要が引き続き弱含むと考えられる。
- 一方で、発行体の財務は改善傾向にあり、新たなハイブリッド債の供給が限られる見通しであることは、一定程度需給をサポートする要因となろう。今後のマクロ経済環境、財政や金融政策も注視していきたい。

【図表1】国内事業法人ハイブリッド債発行金額の推移



出所：Bloomberg、発行企業のリリース等に基づき作成

【図表2】ENEOS HD発行条件

発行日	年限	発行額 (億円)	発行時スプレッド	最終需要
前回 (21/6)	60年 初回コール日5年	1,000	スワップ+70bp	6.2倍
	60年 初回コール日10年	1,000	スワップ+85bp	6.2倍
	60年 初回コール日15年	1,000	スワップ+105bp	4.5倍
直近 (23/9)	60年 初回コール日5年	380	JGB+105bp	2.7倍
	60年 初回コール日10年	500	JGB+150bp	1.0倍
	60年 初回コール日15年	120	JGB+175bp	1.1倍

出所：Bloomberg

【図表3】直近5年間の格付遷移



出所：Bloomberg

【図表4】今年初回コール償還の銘柄

銘柄	初回コール日	発行額 (億円)	借り換えの有無
サントリー #1	2023/4/25	720	有り (ローン524、ハイブリッド債196)
DMG森精機 #2	2023/10/29	80	無し
バンパシフィック インターナショナルHD #1	2023/11/29*	1,400	無し
楽天グループ #1	2023/12/13*	1,400	無し (増資を実施)

\*コール通知済み

出所：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