

Weekly Market Report

Nov 11, 2019

FX, JPY Interest Rate, Topics

1. 為替相場概況

米当局者発言や米インフレ関連指標によりドル円に方向感が出るか

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、米中通商協議の進展期待が高まり109円台で週末を迎えた。5日は米国が対中関税の一部撤回を検討との報道で米中通商期待感が高まり、また米ISM製造業指数が予想を上回ったことも好感され109円台前半まで上昇。6日は米中部分的貿易合意の署名が12月にずれこむ見込みとの報道もあり108円台後半で推移。7日の東京時間にはリスク回避地合いのもとクロス円が軟調となり108.65円まで下落。海外時間に入り、中国商務省より「米中追加関税を段階的に撤廃することで合意した」との報道が伝わり、再びリスクオンとなり109.49円の週間高値をつけた。その後は対中関税撤廃計画に米政権内部で強い反対があるとの報道や8日にトランプ大統領が関税撤廃に関してまだ何も合意していないと言及したことから109円台前半まで下落している。今週はパウエルFRB議長証言やクラリダ副議長、NY連銀総裁も講演が予定されており、発言内容に注目が集まる。また、米インフレ指標の結果次第では先週の円売りポジションの巻き戻しが起こる可能性もあり、注意が必要だ。

(市場商品部/岩立)

今週の経済指標 (予定)

日付	イベント	予想
11/12(火)	(独)ZEW景気期待指数	-13
11/13(水)	(米)CPI(コア前年比)	+2.4%
11/14(木)	(欧)GDP(前期比)	+0.2%
11/14(木)	(米)PPI(コア前月比)	+0.2%
11/15(金)	(米)小売売上高(前月比)	+0.2%

USD/JPY (5年間)



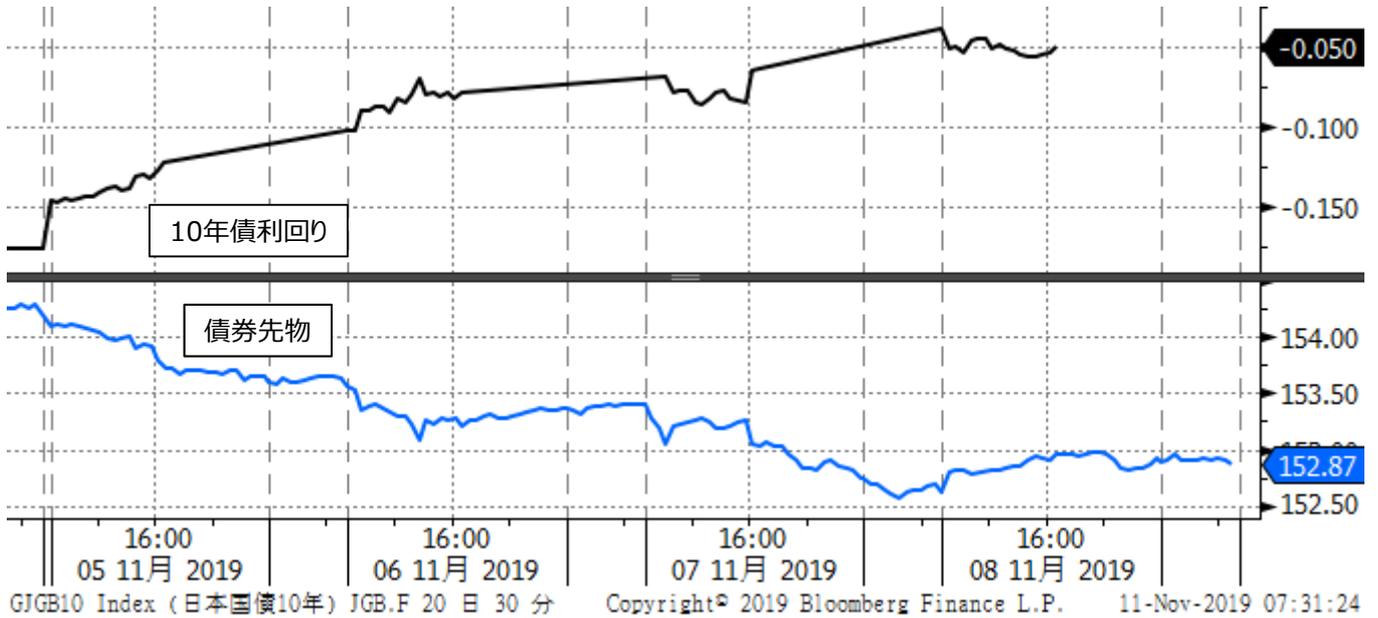
今週のレンジ予想 (USD/JPY)

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
坂本 涼	108.00 - 110.50	米中貿易協議の進展次第では110円台への上昇も十分可能性あり。FRB議長講演やインフレ指標にも注目したい。
梅村隼人	107.60 - 110.20	先週に続き米中協議の話題に左右される展開を予想。市場は楽観視しているものの、米小売売上高等の経済指標には注意。

2. 円金利相場概況

引き続き米中ヘッドラインには注意しつつ落ち着きどころを探る展開に

10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）



GJGB10 Index (日本国債10年) JGB.F 20 日 30 分 Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P. 11-Nov-2019 07:31:24

(出所) Bloomberg

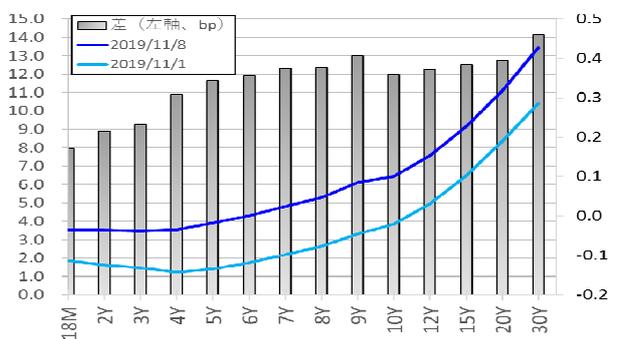
コメント

先週の円債マーケットは大きく金利が上昇し、カーブは全体的に10bp前後も上昇する1週間となった。強い米雇用統計、米中通商問題の進展期待によりリスクオンムードの流れから、週初から円債は売られて始まり、週中もISM非製造業景況指数の改善や軟調な10年債入札を経て続落。週末にかけては米中が段階的な関税撤廃に合意とのヘッドラインを受けさらに金利は上昇する流れとなった。

今週も引き続き米中通商動向には注意が必要だが既に一定程度の好材料は織り込み済みであり、一段安（金利上昇）には材料に欠ける。需給的には火曜に30年債入札、木曜に5年債入札を控えており、ここ元的大幅調整により一定の需要は集まると思われるが、超長期ゾーンについては入札が来週、再来週と続くため押し目買いが入るレベル感を探っていく展開で推移すると見ている。

(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（5年間）



今週のレンジ予想（10年国債利回り）

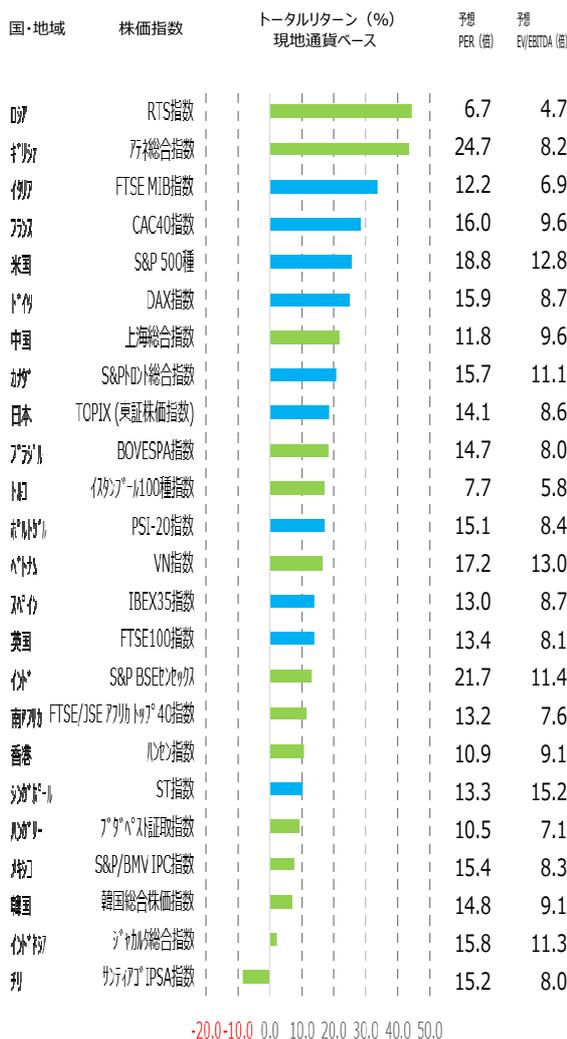
予想者	今週のレンジ	予想のポイント
吉岡博紀	▲0.10% - ▲0.05%	対中関税の段階的撤廃については、米政権内での反対も根強い模様。JGBの押し目買いにより円金利の上昇は限定的。
伊豆浦有里恵	▲0.10% - ▲0.04%	米国債利回りの上昇懸念や日銀オペ減額の警戒感続く中での30年債入札に注目。投資家需要が確認されれば押し目買いも。

3. 今週のトピックス

株式バリュエーション

株式市場の伸びは企業収益の伸びに沿ったもの。バリュエーション面で割高感を確認出来ず。

【図A】 2019年以降のパフォーマンス



✓トータルリターンは世界的に好調に推移

図Aは株式市場別のトータルリターン（2019年1月2日以降）をグラフにしたもの。殆どの市場がプラスパフォーマンスで推移しており、米国株については史上最高値を更新中とまさに我が世の春を謳歌している展開といえよう。筆者の考える主な要因は以下の3つ。

- ① 堅調な企業決算
- ② 米中貿易協議に対する楽観的な見方
- ③ Fedの利下げの結果低下した米長期金利（理論株価の上昇）

マーケットでは②の趨勢が注目を集めがちだが、①堅調な企業業績が株式市場を引っ張っていると考えている。

✓トータルリターンの伸びはEV/EBITDA倍率の変化率とほぼ同水準。バリュエーション面での割高感はなし

図Bは各バリュエーション指標の変化率をまとめたもの。具体的な計算式は以下の通り。

$$\text{予想PER} = \text{株価} \div \text{EPS (1株あたり純利益)}$$

$$\text{予想EV/EBITDA倍率} = \frac{\text{EV (時価総額 + 純有利子負債)}}{\text{EBITDA}}$$

※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

予想PERはトータルリターンの伸びを上回る上昇を見せており、『企業収益の伸び以上のペースで株価は上昇しているのでは？』との見方が出来る一方で、予想EV/EBITDA倍率はトータルリターンの伸びとほぼ同水準である。従って、株価はキャッシュフローベースの企業収益の成長を伴って上昇していると考えられ、足元の株式市場はバブルではなく堅調なファンダメンタルズに沿ったものと考えている。

✓今後の注目は米中間の関係悪化とハードBrexit

足元の株式市場は両材料を認識はしているものの、本格的に株価を下押しする材料としては見ていない雰囲気である。いずれの材料もこれから佳境を迎える段階であり、株式市場でも徐々に警戒感が広がってくるものと思われるが、株式市場のここまでの反応を見る限り、恐らくは楽観的な見方を基本シナリオとして年末に向けて株価は推移していく可能性が高いと思料。

個人的には、両材料の突発的なヘッドライン、特に悪材料の報道を警戒しながらなることから株価の上昇ペースは鈍化するものの、堅調な企業業績を背景に堅調な相場が継続すると予想する。

(市場営業部/高橋(敦))

【図B】 バリュエーション

	トータルリターン (%)	予想ベース倍	2019.1.2	2019.11.8	変化率
先進国	20.7	PER	11.6	14.7	27.0%
		EV/EBITDA	8.2	9.8	19.9%
新興国	15.3	PER	11.5	14.3	23.9%
		EV/EBITDA	7.5	8.7	14.9%

(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)

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