



Weekly Market Report

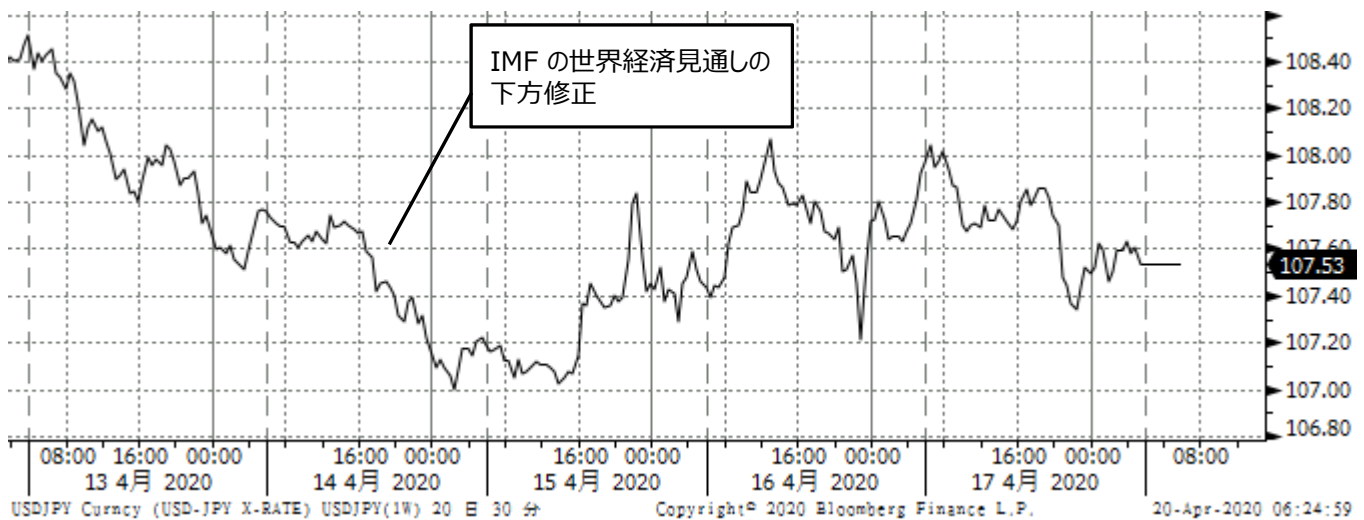
Apr 20, 2020

FX, JPY Interest Rate, Topics

1. 為替相場概況

新型コロナウイルスと原油価格が市場の重石。ドル円相場は上値の重い展開か。

USD/JPY (1週間の値動き)



コメント

(出所) Bloomberg

先週のドル円は、引き続き新型コロナウイルスの感染拡大が懸念される中、IMFの世界経済見通しの下方修正や原油価格の下落等によるリスクオフムードが加速し、一時107円を割り込む水準まで円高が進行した。週初は、OPECプラスが合意した原油減産が不十分との見方や米企業決算への警戒などからリスク回避の動きが優勢となり、ドル円は108円台を割り込んでスタート。その後、週央にかけて新型コロナウイルスの感染拡大を背景とした世界経済の悪化懸念が根強いこと等もあり、一時107円を割り込む水準まで円高に進行。週末にかけては、米経済の再開や新型コロナウイルス治療薬への期待を背景に株高が進んだこともあり円安に進行し、結果107円台半ばで越週している。今週のドル円相場は、相次いだ米ドル流動性改善策が奏功したことによるドル需給逼迫懸念の後退、及び原油先物価格の不安定化等もあり上値の重い展開を予想する。

(市場営業部/治久丸)

今週の経済指標 (予定)

日付	イベント	予想
4/23(木)	(米国) 新規失業保険申請件数	4,500k
4/23(木)	(欧州) ユーロ圏製造業PMI	38.0
4/23(木)	(欧州) ユーロ圏サービス業PMI	23.5
4/23(木)	(米国) 製造業PMI/速報値	36.0
4/24(金)	(日本) 全国消費者物価指数	0.4%

USD/JPY (5年間)



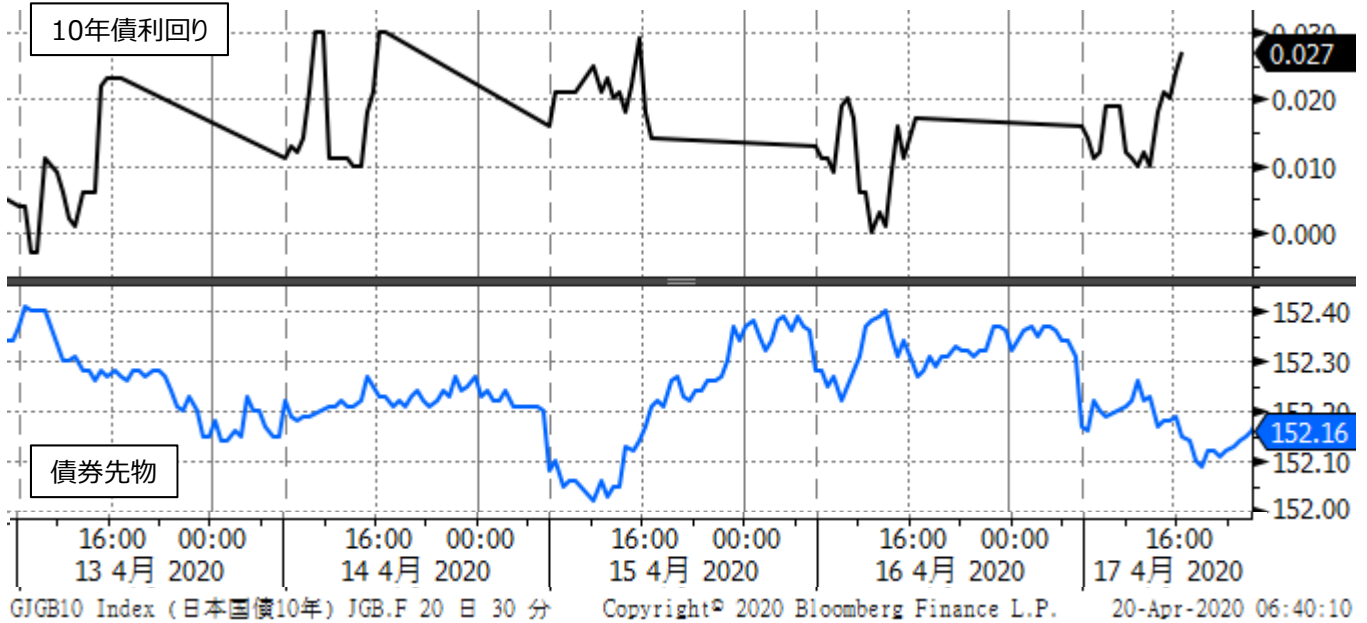
今週のレンジ予想 (USD/JPY)

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
山添進一	104.80 - 109.80	逆オイルショック懸念や米国の景気後退懸念により上値を抑える展開か。今週も新規失業保険申請件数の増加数に注目。
梅村隼人	106.00 - 109.50	市場の関心はコロナウイルス感染者数から経済活動の再開時期へ移行。今週は様子見姿勢からレンジでの相場展開を予想。

2. 円金利相場概況

引き続き新型コロナウイルス関連のトピックに振らされる展開を予想

10年国債金利と債券先物 (1週間の値動き)



コメント

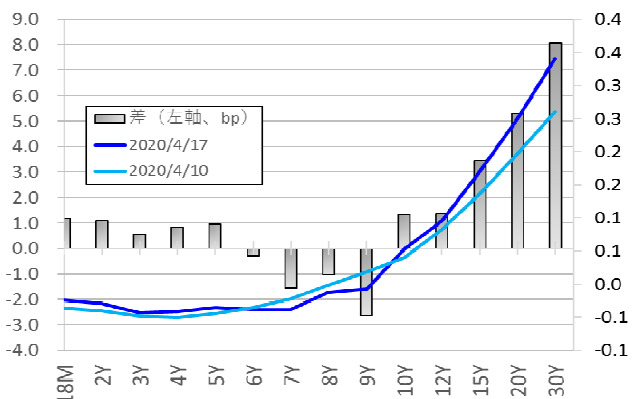
(出所) Bloomberg

先週の円長期金利は狭いレンジでありながら、小幅上昇した。国内マーケットは材料難で値動きは限定的であったが、米・小売売上高が過去最低を記録した場面で円金利は低下、米国での新型コロナウイルスの感染者ベースがピークアウトしつつあるとの報道では円金利は上昇するなど、米国発のトピックで円金利は上下する1週間であった。

今週の円金利も引き続き新型コロナウイルス関連のトピックに振らされる展開を想定。米国や新興国では経済活動の早期再開を希望する声が増加している模様で、早期再開が現実味を帯びてくれば円金利は上昇する可能性が高い。逆に、早期再開への道はまだ遠いとの印象がマーケットに広がれば、円金利は当面狭いレンジでの推移に留まると予想する。

(市場営業部/高橋)

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
小野口裕美子	▲0.05% - 0.05%	海外のロックダウン緩和などを受けて円金利にも上昇圧力がかかるものの、金融緩和長期化の思惑から上昇幅は限定的。
吉岡博紀	▲0.05% - 0.10%	国債増発懸念や海外の経済活動再開の動きにより円金利は上昇基調も、日銀オペにより限定的に留まる見通し。

3. 今週のトピックス

新型コロナウイルス感染拡大を受けた米国クレジット関連市場の動き

政策の初動は迅速かつ大胆な対応。市場は徐々にコロナ後の世界を織り込みに行くが…

投資資金の大逆回転でクレジット市場に異例の動き

新型コロナウイルス感染拡大によるクレジット市場の混乱は、2月下旬より欧州で感染拡大が意識され始めた時期に顕在化。初期段階においては、クレジットよりもむしろ株価の下落が注目され、ボラティリティ指数が急上昇したことで、月末にかけて投資家のリスク許容度が劇的に低下し、ファンドの換金売りが本格化した。

3月に入り、米国での感染状況の深刻化と、原油価格が暴落したことで、ここ数年来堅調に資金流入を続けてきた債券系ファンドの換金売りが目立つようになった。象徴的な事例として、流動性と価格発見機能が一般のファンドよりも高いといわれる債券型ETFにおいて、ETFの取引価格が現物債の市場価格に基づく基準価格を下回る状態（ディスカウント）が発生した。この現象は、ハイールド(HY)社債ETFよりもクレジットリスクが相対的に低く、市場混乱時に比較的安定な値動きが想定される米国債、米地方債、MBS、債券総合指数、投資適格級(IG)社債、および新興国債を参照とするETFで顕著に表れた。米地方債を例にとれば、ETFの価格はインデックスでの9%の下落に加え、約18%のディスカウントにより、計27%の下落となったこととなる。また、REITなどインカム系オルタナティブ商品や証券化商品のエクイティ投資など、レバレッジ構造を持つ資産クラスでは、市場流動性に大きなストレスがかかり、壊滅的な値下がりとなった。

迅速かつ大胆な金融政策

このような市場環境の中FRBは、利下げなど伝統的金融政策はもとより、3月中旬からは無制限QEや、個別投資適格級クレジットを対象としたファシリティの設立など、広範な資産クラスを対象とした流動性供給プログラム矢継ぎ早に発表。

米国の緊急経済対策が可決し財政支出が可能になった4月には、IGクレジット・ファシリティの増額と、対象期間にIGからHYに格下げされたフォールン・エンジェル社債の対象化およびHY社債ETFもファシリティの対象とするなど、クレジット市場の支援にフォーカスした政策を発表した。いずれも、2008年の金融危機時よりも早期で大胆な政策であることから、新型コロナウイルス発の金融システム崩壊を阻止するFRBの強い姿勢を市場は好感し、IG社債は危機前の水準まで回復するなど、資産価格の下落はいったん収束に向かいつつある。

市場はコロナ後の世界を織り込みに

金融および財政政策による緊急対策が一巡したことで、これからは感染拡大のピークアウトによる経済活動再開までの時間と、政策効果で捕捉できない実体経済の落ち込みの度合いが焦点となる。当面の最悪期と目される2020年4-6月期において、市場は25%前後の米国GDPのマイナスを既に織り込んであるため、相当の悪材料がない限りにおいては、資産価格の下落が再加速する可能性は今のところ限定的と考える。

ただし、先週の決算発表において、米国主要行は市場予想を大きく上回る貸倒引当金を計上し、完全な回復までは相当の時間を要する見込みを示していることから、実体経済とクレジットの悪化が長期化するリスクについては十分に留意したい。

【図1】米国クレジット関連市場の動き

	最大 値下がり幅 *2	最大 ディスカウント *3	4/16現在 値下がり幅	回復率 *4
株式	-34%	-	-17%	49%
低クレジット・リスク債券				
超長期米国債 (20年超)	1%	4.9%	17%	-
米地方債 (課税債)	-9%	17.9%	-2%	78%
MBS	-1%	3.4%	2%	-
債券総合指数 (アグリゲート)	-3%	4.4%	3%	-
社債				
投資適格級(IG)社債	-16%	5.1%	-0%	97%
ハイールド(HY)社債	-22%	1.3%	-9%	60%
米ドル建て新興国債	-22%	7.7%	-14%	36%
インカム系オルタナティブ商品				
優先株	-32%	-	-11%	66%
REIT	-41%	-	-24%	41%
MLP (上場石油・ガス関連インフラファンド)	-64%	-	-49%	24%
モーゲージREIT	-69%	-	-57%	17%
証券化商品				
CMBS (非エージェンシー)	-9%	-	-2%	76%
クレジットカードABS	-2%	-	0%	-
オートローンABS	-4%	-	-1%	77%
証券化商品のエクイティ				
上場プライベートエクイティ銘柄	-48%	-	-33%	31%
BDC (CLOエクイティ等)	-57%	-	-40%	30%

*1 2020年4月16日 (米国時間) 現在
*2 S&P500指数最高値の2020年2月19日を基準とした、主要指数におけるトータルリターンベースの値下がり幅
*3 各資産クラスにおける代表的な債券型ETFの価格と基準価格 (NAV)との下方乖離率
*4 最大値下がり幅からの回復度 (主要指数ベース)
出典: Bloomberg

【図2】FRBによる金融政策の対応

政策種類	対象	救済資産クラス	政策内容
伝統的金融政策	政策金利		FF金利0-0.25%へ引き下げ 公定歩合をFF金利と同水準へ引き下げ
	預金準備		預金準備率0%へ引き下げ
非伝統的金融政策	QE		無制限の量的緩和
	救済制度	コマーシャル・ペーパー	CP流動性供給プログラム
		AAAのCLOほか、適格金融商品	プライマリーディーラー緊急融資ファシリティ O/N~90日タムの借り入れが可能
		新興国債等	中銀間のドル・スワップ協定の拡大
ブルーデンス政策の緩和	IG社債*、社債ETF(IG, HY)、証券化商品、マネーマーケット	各種流動性供給ファシリティの設定と対象範囲・規模の拡大 (MMMFLF PMCCF SMCCF TALF)	
	中小ローン、米地方債、PPP**ローン	各種クレジット支援にフォーカスしたファシリティの設定 (MSLP, PPPLF, MLF)	
		連銀貸付制度の利用奨励 銀行に顧客との融資継続要請 バーゼルおよび会計基準緩和の検討 銀行検査活動の一時的縮小	

*3/23以降投資適格級を失った、適格HY社債 (フォールン・エンジェル) も該当
**給与保護プログラム。公的保証のもと雇用維持の資金使途に限定された貸出
2020年4月16日現在
出典: Bloomberg等報道を基に筆者作成

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