

Weekly Market Report

Aug 31, 2020

FX, JPY Interest Rate, Topics

1. 為替相場概況

日本の次期首相を巡る動向や米国の各経済指標の結果に注意

USD/JPY (1週間の値動き)



コメント

先週のドル円相場は、ジャクソンホールでのパウエルFRB議長の声明や安倍首相の退陣報道などを受け、週末にかけて比較的荒い値動きとなった。週前半は、米住宅価格指数や消費者信頼感指数など強弱入り混じる結果であったものの、米国株式の上昇を背景に米金利が上昇。ドル円も106円50銭台を再現するなど、円安に進行する展開となった。週後半は、パウエルFRB議長がジャクソンホールで行った「当面の間は2%を上回るインフレ率を容認する」との声明を受け、更に円安に進行。翌金曜日の東京時間において、106円94銭の週高値を再現するも、安倍首相が退陣するとの報道を受け、円買いが進行。週安値である105円台前半まで円高に進行し、105円37銭で週の取引を終えた。今週のドル円相場は、104円50銭-106円50銭での推移を予想する。日本の次期首相を巡る動向や米国のISM製造業、非製造業景況指数に加えて、雇用統計の結果に注目したい。(市場営業部/梅村)

今週の経済指標 (予定)

日付	イベント	予想
9/1(火)	(米国) ISM製造業景況指数	54.5
9/2(水)	(米国) ADP雇用統計	90万人
9/2(水)	(米国) ページブック	
9/3(木)	(米国) ISM非製造業景況指数	57.0
9/4(金)	(米国) 非農業部門雇用者数変化	135.0万人

USD/JPY (5年間)



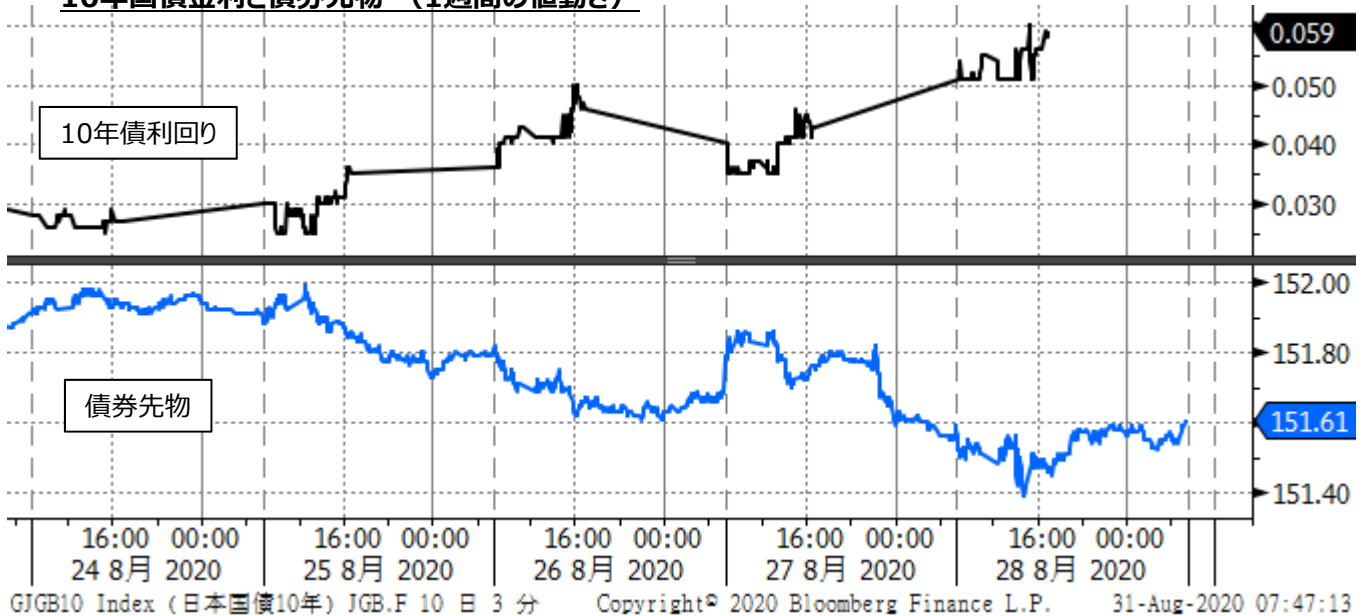
今週のレンジ予想 (USD/JPY)

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
治久丸智文	104.50 - 106.50	雇用統計等の米主要経済指標の結果次第では再び下値を試す展開か。ポスト安倍をめぐるヘッドラインにも注目。
福永純一	104.00 - 106.50	日米両国の政局不透明感から円高に傾きやすい展開か。今週は重要な米国の経済指標が多く、都度発表に注意。

2. 円金利相場概況

先週末の金利上昇にて一服感あるも、米国トピックスには要警戒。

10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）



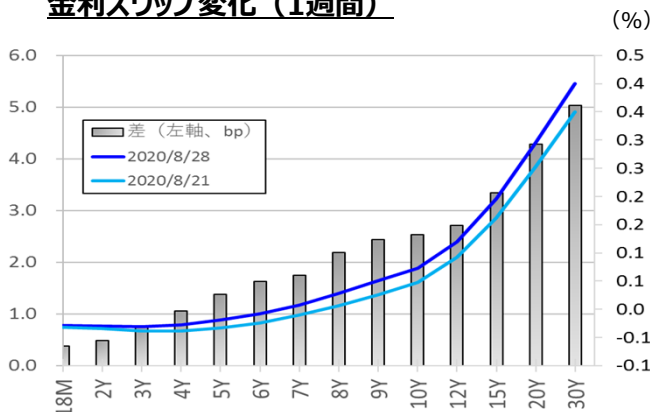
(出所) Bloomberg

コメント

先週の円金利相場は、0.025%-0.06%のレンジで推移し、週末にかけて金利が上昇する展開となった。週初は動きの小さい展開にてスタート。新型コロナウイルスのワクチン、新薬への期待感の高まりから米金利上昇の流れから円金利相場もじりじりと上昇する展開に。25日に行われた20年債入札はしっかりした結果となり、超長期を中心に後場にかけて金利低下へと転じるも、その後の米国のコロナウイルス治療薬や米中通商協議への期待感によるリスクオンムードが高まり反転、上昇基調に。注目のジャクソンホール会合後の米金利上昇及び安部首相辞任の報を受けて一時0.05%後半まで上昇し、越週。

今週の円金利相場は底堅い展開を予想するも、米国雇用統計等の米国重要経済指標の発表を予定しており、海外発のトピックスにつられて変動する可能性あり、注視したい。(市場営業部/治久丸)

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	0.00% - 0.05%	週末、米金利上昇も一服。今週の円債市場は一定の需要に支えられ底堅く推移。円金利は低下基調となる見通し。
小野口裕美子	0.03% - 0.07%	インフレ期待からの米長期金利上昇局面では円金利連れ高の可能性あるも、押し目買いも見込まれ一方的には動きづらい。

3. 今週のトピックス

国内事業法人ハイブリッド債について

事業法人ハイブリッド債 ～ リプレイメント規定の取り扱いから“格付資本”を再認識

国内事法ハイブリッド債の発行動向

- コロナ禍の影響で、3月中旬以降は新規発行が途絶えていたが、6月に再開。東海カーボン、ヒューリック、東京センチュリーリースの4銘柄が起債した。ハイブリッド債は、投資家にとっては、本邦のクレジット市場における貴重な投資機会であり、マーケットは今後も成長を持續しよう。(図1)
- 起債回復に向かう中、6月に初回コールを迎えたハイブリッド債について、リプレイメント方針を当初明らかにしていなかった三菱商事に関して、当社の格付けへ下方圧力が強まるとS&Pがコメントし(図2)、ハイブリッド債市場への影響を懸念する報道が見受けられた。

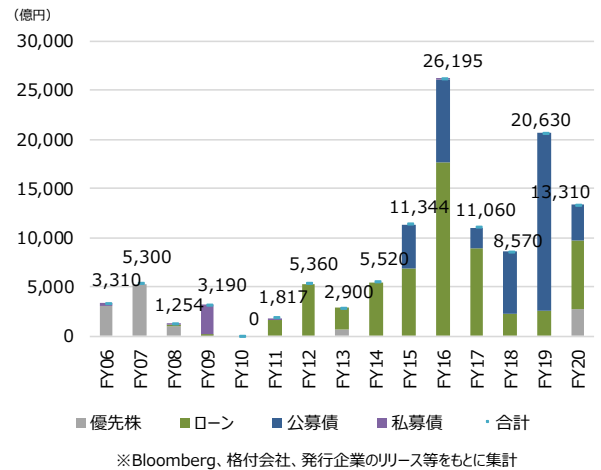
ハイブリッド債のリプレイメント条項について

- そもそも、格付会社から資本性を得るためには、ハイブリッド債に期間の永続性が要求される一方で、債券投資家のニーズを満たすため、コールオプションの設定が容認されている。
- ハイブリッド債は、いわばシニア債の損失吸収クッションであり、コールの行使が確実視される場合、一般論としては、シニアの格付けに格下げ圧力がかかることになる。ただしリプレイメントによってハイブリッド調達が続けられる前提があれば、格付会社的には、特段の考慮を要しないというロジックとなっている。
- 三菱商事の国内初の公募ハイブリッド証券は、R&Iがハイブリッド債の資本性評価にかかるクライテリアを変更し、例外事由の許容を含むリプレイメント規定の柔軟化を行った後に起債された。発行体にとっては、財務運営の制約ともなることから、格付会社におけるリプレイメント規定の取り扱い如何が、当初から大きな関心事だったと推定される。

今回の事例の示唆

- S&Pのコメントは、当社の格付基準の沿ったものと了解され、ハイブリッド債の保有者にとっては、リプレイメントの如何に関わらず、コール償還がなされれば、予定通り。発行体がリプレイメント条項を無視して、手元現金またはシニア債による調達で、ハイブリッド債を繰上償還した場合、格下げ等で想定外のデメリットを被る可能性があるのは、シニア債権者の方であったろう。
- 格付会社によってリプレイメント規定の扱いは異なる(図3)。やはり、リプレイメントを重視しているR&Iは、今回特段のコメントは発していないが、仮に三菱商事が劣後ローンによるリプレイメントを実施しなかったら、S&Pと同様にシニア債権者に向けて、シニア格付けへの影響につき態度を明らかにする必要に迫られたのではないだろうか。
- 今回の事例からあらためてハイブリッド債は“格付資本”であり、格付会社との約束事で成立している商品と認識される。いずれの機関の格付を取得するかにより、ストラクチャーに差異があり、場合によってはコールの蓋然性分析にも影響があることを、ハイブリッド債の分析に際しては、念頭に置くべきであろう。

【図1】国内事法ハイブリッド債発行額推移



【図2】S&Pコメント要旨とリプレイメント規定

2020年5月11日付 S&Pコメント要旨

- ハイブリッド債の期限前償還が、借り換えなしで実施された場合には、
- 財務バックアップが縮小することにより、同社の格付けへの下方圧力が強まる。
 - 同社がこれまで発行したすべてのハイブリッド債と、将来発行されるすべてのハイブリッド債を原則として資本性なしと評価する。

リプレイメント規定 (三菱商事#1ハイブリッド債 発行登録追補書類抜粋)

【募集又は売り出しに関する特別記載事項】

本社債の償還及び買入消却時の借り換えについて
以下に記載される事項は本社債の証券情報の一部を形成せず、法的又は契約上の義務は生じない。当社は、財務健全性と資本効率の両立及び持続的な成長を目的として本社債を発行しており、本社債の満期以前に本社債を償還又は買入消却する場合は、格付機関から本社債と同等の資本性が認定される商品により、本社債を借り換えることを想定している。

以下の場合には、本社債の満期以前に本社債を償還又は買入消却する場合、同等の資本性を有する商品によって借り換えることを見送る可能性がある。

- スタンダード&プアーズ・レーティングジャパン株式会社(以下「S&P」という。)による当社への格付けがA+以上であり、かつ当該償還又は買入消却によりこの水準を下回る懸念がない場合
- 当該償還又は買入消却により、当社の主要な財務健全性指標が2015年3月末時点と比べて悪化しない場合

～ 以下、省略

【図3】各格付会社のリプレイメント規定の扱い

	S&P	R&I	Moody's
リプレイメント規定の扱い	重視 リプレイメント規定がない場合(※)、26bp～100bpのステップアップした時を実質的な償還日(発行体格付BBB-以上)とみなす。	重視 コールのインセンティブが5年目以降10年未満に発生する場合には、 リプレイメント規定必須 。ただし例外事由は許容	不要 リプレイメントの際、どのような手段で資金調達が行われるのかについては、発行体の全体の信用分析に織り込まれる。

各社のリリースから抽出

※ S&Pの基準を満たすリプレイメント規定は、“同低度以上の資本性を持つハイブリッド証券で借り換えを行うことを規定する仕組みで法的効力のあるもの”としており、ハードルが高くほとんど見受けられない。規定がないことを認める代わりにステップアップ金利の幅を狭めている。

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