

Weekly Market Report

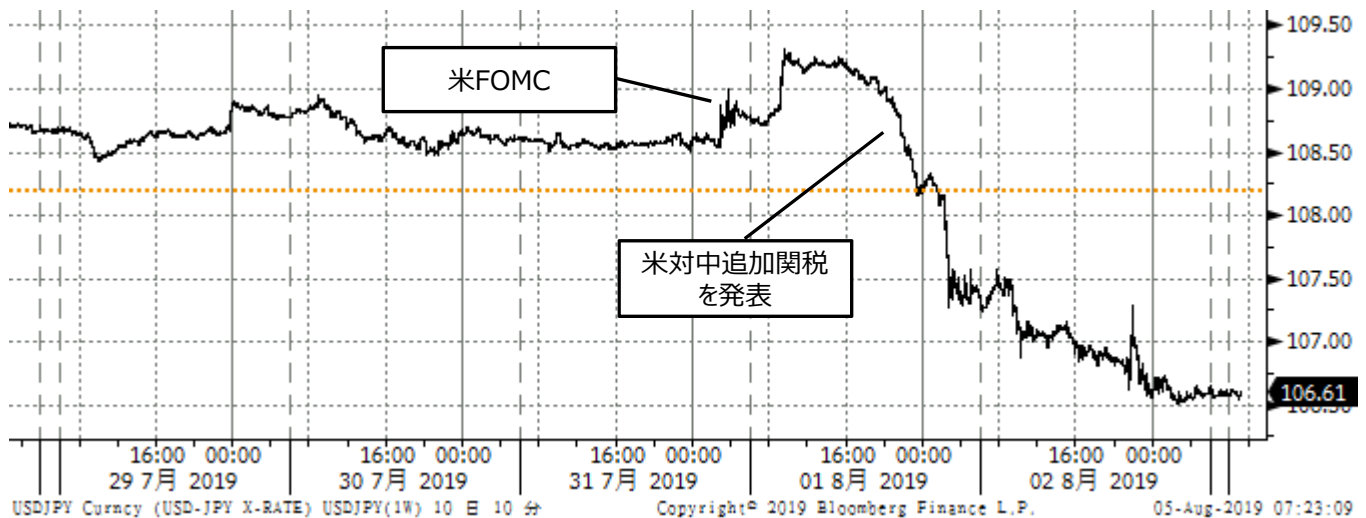
Aug 5, 2019

FX, JPY Interest Rate, Topics

1. 為替相場概況

米中通商問題からドル円上値重い中、中国の経済指標に注目。

USD/JPY (1週間の値動き)



(出所) Bloomberg

コメント

先週は米国が対中関税の第4弾を発表したことを受けリスクオフの展開となった。注目されたFOMCではパウエル議長が会見で「今回の利下げは長期的な利下げ局面の始まりではない」との見解を示し、直後はドル買い優勢だったが109円にタッチ後は108円台後半でもみ合いとなった。週後半、ISM製造業指数が弱い結果となると108.10円割れへ下げ幅を加速した。その後トランプ大統領が「9月1日から中国からの輸入品に10%の追加関税を課す」と発表すると107.30円割れまで急落した。米雇用統計は非農業部門雇用者数は前月分が下方修正されたが反応は限定的で、その後は株価が軟調だったこともあり106円台半ばまで下落している。今週は、5日のISM非製造業指数は50を上回るも見込であるが、大幅な改善は期待薄であり予想を下回るとドル売りが強まるだろう。一方、9日の米PPIは前月をやや上回る見通しであり、予想と一致した場合はドル買いのきっかけとなるだろう。

(市場商品部/岩立)

今週の経済指標 (予定)

日付	イベント	予想
8/5(月)	(米)ISM非製造業指数	55.5
8/8(木)	(中)貿易収支	3095.1億元
8/9(金)	(中)CPI(前年同月比)	2.7%
8/9(金)	(英)GDP(速報値) (前期比)	0.0%
8/9(金)	(米)PPI (コア前月比)	0.2%

USD/JPY (5年間)



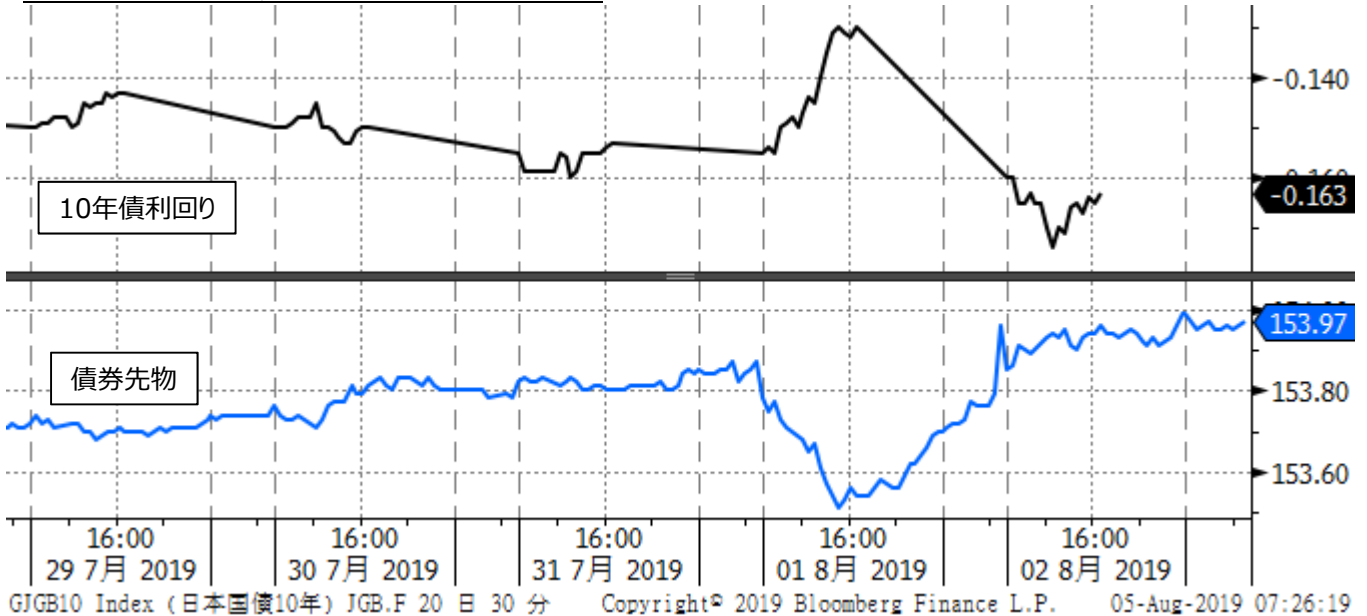
今週のレンジ予想 (USD/JPY)

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
國井靖子	105.00 - 108.00	米中通商問題の再燃でリスク回避姿勢継続。米追加利下げ観測も重石となり105円台を目指す展開か。
梅村隼人	105.00 - 107.50	米中貿易問題が再燃。6月安値を下抜けており、テクニカル面からもサポート材料が少ない。上値の重い展開を予想する。

2. 円金利相場概況

米中貿易戦争激化懸念により世界的に金利低下

10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）



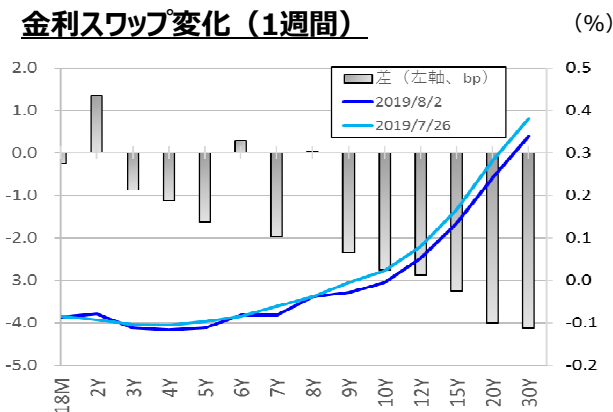
(出所) Bloomberg

コメント

先週の円金利市場は海外金利に引きずられて大きく金利低下する流れとなった。中銀イベントが続く週でイベント前は様子見姿勢も強く、動意に欠ける展開が続いたがBOJは現状維持とノーサプライズで、FOMCは大方の予想通り25bpの利下げが行われ、パウエルFRB議長のコメントがタカ派と見られてトレジャリー（米国債）は売られるも、翌日のISM製造業景況指数の下振れ及び米国の中国に対する追加関税発動表明を受けて10年トレジャリーは前日売られた分以上に1.9%割れまで買い進められ、円金利も大きく買われる流れとなった。週末の本邦10年債は-0.17%、20年債は0.18%と再び6月につけたローに迫っている。今週も引き続き米中間の溝は簡単には埋まりそうになく、金利は上がり辛い展開が続くと思われるが、高値圏で火曜に30年債入札を迎えることになり一定の警戒感が必要とみている。

(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
高野一步	▲0.20% - ▲0.16%	米債金利低下等、海外金利も低下しており、今週は堅調に推移する見込み。30年債入札も無難に消化されるだろう。
廣瀬友絵	▲0.20% - ▲0.15%	米国と中国の貿易摩擦激化への警戒や、米国の利下げ観測の高まりを踏まえ、本邦長期金利は上昇しにくい展開か。

3. 今週のトピックス 低金利状況下における運用戦略の一類型

ボラティリティを活用した戦略（ボラティリティ・キャリー戦略等）

1. オプション売却戦略によるキャリー的な収益獲得

各国国債金利の低下等を背景として、債券運用によるキャリー性収益の確保がますます難しくなっている。かかる市場環境の中、国債・外債の代替運用を企図した多様な商品が投資銀行や資産運用会社から提供されているが、その中の一つとして、ボラティリティ・キャリー（または、ボラティリティ・リスクプレミア）と呼ばれる戦略がある。これは毎日定例的にオプションを売却することで継続的に獲得できるオプション料をリターンの源泉とする戦略である(*)。当該戦略のパフォーマンスは【図1】のように推移する。原資産の相場が安定している時は、日々獲得するオプション料によってプラスのリターンが累積していくことから、あたかもキャリー性収益のようなリターンとなる。ただし、原資産価格が大きく変動した際には大きなマイナスが生じるとの特性を有する（【図1】の昨年12月等）。

(*実際にはオプションの売りだけでは無く、先物を使ったヘッジ等を組み合わせ、インプライドボラティリティと実現ボラティリティの差をリターンとして抽出することを目指すような仕組みをとる戦略等が見られる。)

【図1】 米株式オプション売り戦略の推移 (SGIXESPU Index)



(出所：Bloomberg)

2. オプション売却を活用した商品の類型

ボラティリティ・キャリーという用語は投資銀行や資産運用の業界でよく使用されるものではあるが、オプションを売却することでオプション料を獲得し、それをキャリー収益のように享受するという発想自体は、この業界に限ったものではない。例えば、仕組債やデリバティブを内蔵した預金等においても、オプション料分を金利として上乗せして享受する仕組みを内包したものが、これらについても広義に解釈すれば、オプション料をキャリー収益的なリターンとして得る商品の一類型と言える。

3. 原資産及び取引時期とリターンへの影響

上記のようなオプション売りを活用した戦略・商品は、オプションが複数組み合わせられる等、複雑なケースもあり、仕組みや商品性についての確認が欠かせないが、そもそもの観点として、これらの商品はオプション料をリターンの源泉としていることから、オプションの原資産に何を選ぶかによって、享受できるリターン水準が変わってくる。

ボラティリティの高い原資産の方がオプション料は高いため、金利より為替、為替より株式の方が一般的にボラティリティは高く、オプション料が高い。また、現状のマーケットで言えば、円金利はボラティリティが低くオプション料も限定的ではあるが、米金利は円金利よりもボラティリティが高くオプション料も高い。リスク許容度に応じて、外貨建ての原資産に目を向けることも一考に値すると言える。

【図2】 米国債のインプライドボラティリティの推移 (MOVE Index)



(出所：Bloomberg)

ある原資産を選んだとして、取引の取組時期もリターン水準に影響を与える。【図2】は米国債のボラティリティ指数（インプライドボラティリティの指数）の推移であるが、この1年間を見ても時期によって全く水準が異なることが分かる。ボラティリティの水準が違えば、当然オプション料の水準も異なり、結果として商品から得られる収益に差が生じる。また、ボラティリティの挙動として、急上昇・急降下する傾向がみられることから、高いオプション料で取引を実現できるのが短期間になりうる点にも留意したい。

これら以外にも考慮すべき要素がある他、上記1.に記載の通り大きな下落のリスクも有する。“キャリー的な”収益機会の魅力はあるものの、商品性のみならず市場構造も熟知した商品提供者等と密にコミュニケーションをとる等、丁寧な検討が求められよう。

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