

# Weekly Market Report

Jan 27, 2020

FX, JPY Interest Rate, Topics

## 1. 為替相場概況

新型コロナウイルスの感染拡大によりリスクオフ優勢。円高地合い継続か

### USD/JPY (1週間の値動き)



### コメント

先週の為替相場はリスクオフの流れが優勢となり、米ドル円相場は109円台前半まで下落した。中国の武漢市で発生した新型コロナウイルスの感染拡大が世界的な広がりを見せており、日を追うごとに市場のセンチメントが悪化。株安・債券高で推移する中、米ドル円相場は円高圧力が強まりつつある。週明け27日はオセアニア市場が休場となる中、東京時間早朝には108円台後半まで下落して推移している。一方、ユーロはECB理事会後にラガルド総裁が金融政策変更の可能性について言及したことからユーロ売りが優勢となり、ユーロドルは1.10台前半へと下落している。今週は引き続き新型コロナウイルスの影響を懸念してリスクオフの展開となりそうだ。春節（旧正月）に伴い中国市場が休場となる中、アジア株への売りフローは東京市場が吸収することになり、日経平均は下落しやすい地合い。米ドル円相場は108円割れを試す場面もあり得ると予想する。  
(市場営業部/浅川)

### 今週の経済指標 (予定)

日付	イベント	予想
1/29(水)	(米国) FOMC	-
1/30(木)	(英国) BOE金融政策委員会	-
1/30(木)	(米国) GDP (年率/前期比)	2.2%
1/31(金)	(中国) 製造業PMI	50
1/31(金)	(米国) PCEコアデフレーター	1.6%

### USD/JPY (5年間)



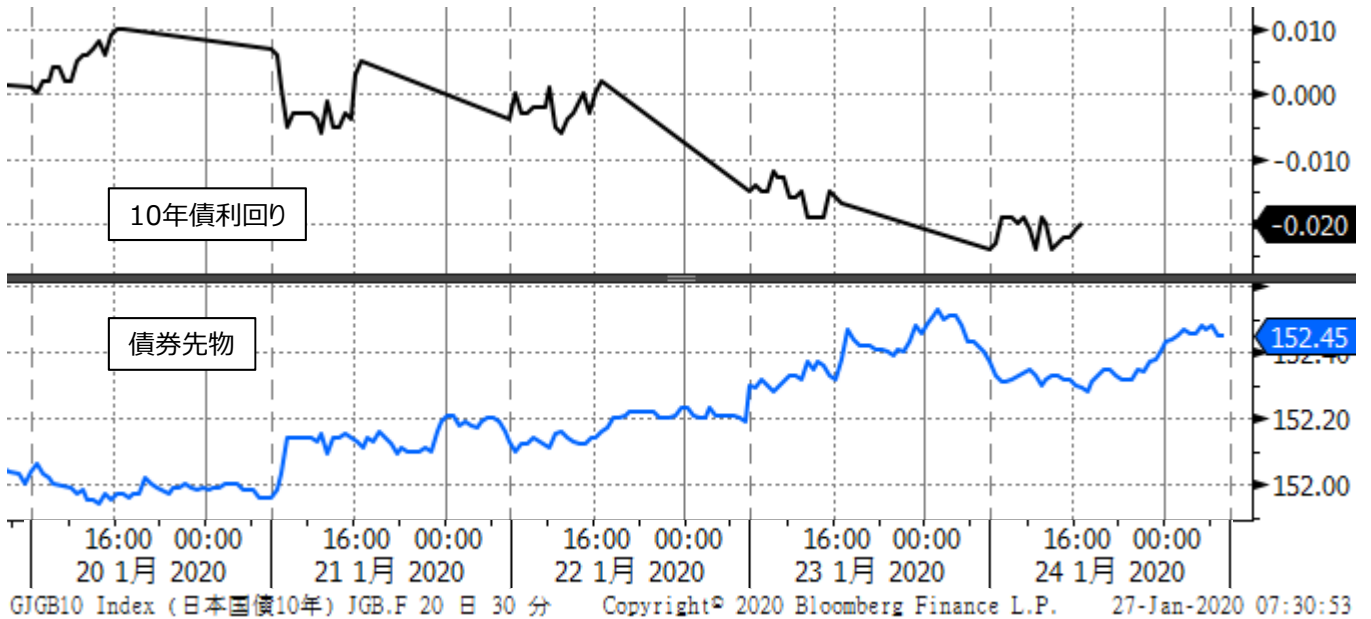
### 今週のレンジ予想 (USD/JPY)

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
山添進一	107.50 - 109.80	新型ウイルス被害拡大への警戒感から下値を探る展開を予想。FOMC（28～29日）には一定の注意が必要。
梅村隼人	107.80 - 110.00	米FOMCも今回は現状維持がコンセンサスとなる中、コロナウイルスの影響拡大により世界的なリスクオフの展開。

## 2. 円金利相場概況

新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、リスクオフ地合いは継続する見通し。

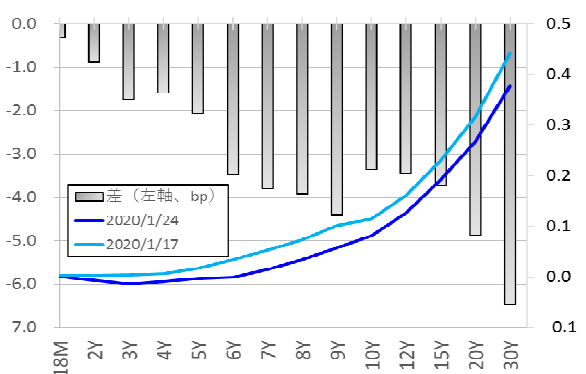
### 10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）



### コメント

先週は、新型コロナウイルスの感染拡大による世界経済減速懸念からリスクオフが強まり、円金利は週を通して低下基調となった。週初は前週末の堅調な米経済指標・良好な企業決算による海外リスク選好地合いの流れや流動性供給入札の弱めの結果を受け、10年債利回りはプラス利回りを維持。その後、新型コロナウイルス関連報道を受け、円金利は低下基調となった。20～21日に実施された日銀金融政策決定会合は予想通り現状維持、黒田総裁の超長期金利に関する発言も市場への影響は軽微となった。週後半は再び上海・香港の株価下落を受け、更にリスクオフが強まる展開となるも、WHOの「緊急事態」宣言が見送られた事で、週末は金利低水準での狭いレンジで揉み合いとなって引けている。ウイルス感染が拡大しており、今週も引き続きリスクオフ地合いが継続する中、ウイルス関連報道によるヘッドラインに左右される展開となりそうだ。（市場営業部/福永）

### 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	▲0.04% - ▲0.02%	新型コロナウイルスの感染拡大によりリスクオフが強まる展開。イールドカーブのフラット化が進展しており、一定の警戒感が必要か。
小野口裕美子	▲0.08% - ▲0.03%	中国は春節の大型連休に入っており、ウイルス感染拡大懸念が熏りリスクオフ方向に傾きやすい地合いが続くそう。

### 3. 今週のトピックス

#### テールリスクに備えつつアップトレンドについていく戦略についての考察

年明けは地政学リスクでスタートするも、グローバルでの緩和スタンス継続もあり比較的堅調に推移

#### 米・イランの対立で株式市場はテールリスクを意識

年明けの株式市場は、昨年末にイラクの米軍基地がロケット弾で攻撃されたことをきっかけに、米軍が空爆によりイランの革命防衛隊のソレイマニ司令官と親イラン人民動員隊のムハンディス副司令官を殺害。米・イランの緊張が一気に高まり、地政学リスクを強く意識して始まることとなった。また、イランの報復の状況によっては、対立が悪化する可能性もあり、全面衝突の可能性は低いと多くの市場参加者は考えていたものの、万が一に備えなければならない、いわゆるテールリスクを意識する状況となった。

一方、株式市場に反映される企業業績に目を移すと、日米欧を始めとする各中央銀行が緩和的なスタンスでかつ資金を大量に供給していることを背景に株価は上昇している。このような状況下で米中の貿易交渉の第一弾が署名に至り、企業業績の先行きも昨年より上向きになるとの見方から、上記のテールリスクを排除すれば、株式市場が上昇基調になる、と見ている市場参加者は多い。実際先行して始まった米国企業の決算は大手銀行が市場予想を上回り、好調なスタートとなっている。

#### テールリスクに備えつつアップサイドで収益を狙える戦略

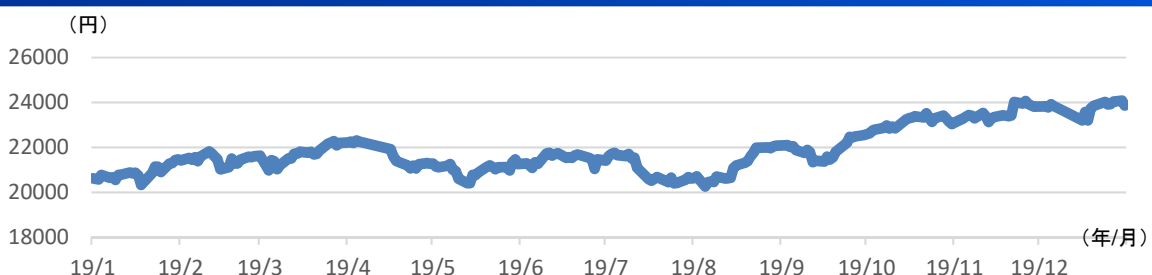
上記のような市場環境であると、テールリスクを意識してロング（買い）できず、しかし、テールリスクの実現に向けてショート（売り）するのも現実的ではない、という状況に陥りがちだ。テールリスクに備えつつ、ロングポジション（原資産価格の上昇がプラス収益を生む）のような効果がある戦略はないだろうか、と考える参加者も多いだろう。ここでは、そのような状況下株式市場で良く使われる、“ヘッジ付きリスクリバーサル”、という戦略を紹介する（実際、今回の米・イラン対立時、株式オプション市場でこのフローが多く見られた）。

株式市場における“リスクリバーサル”とは、“（行使価格の低いプットオプション買）と（行使価格の高いコールオプションの売）”の組み合わせを言う。“ヘッジ付き”とは、リスクリバーサルのポジションのみだとデルタがショートになるため、その分先物をロングする、ということの意味する。この戦略は、オプション市場の性質を利用した戦略で、一般的な値動きの場合、原資産見合いの先物が上昇すると、オプション市場ではプットオプションのボラティリティが上がり、コールオプションのボラティリティが下がる、という性質ある。

具体例を示す（説明の簡素化、概念理解のため限月等は省略）と、例えば日経平均先物が24,000円の場合に、行使価格が22,000円のプットオプションを100枚買い、25000円のコールオプションを100枚売り、双方のデルタ分のヘッジとして日経平均先物を10枚購入したとする。先物が上昇すると、他のパラメータが一定の場合、プットオプションの価格が下落し、コールオプションの価格が上昇する。そのため、理論的にはオプションの双方の損失と先物の収益が相殺してほぼ損益はないことになる。ところが先物が上昇した場合、コールオプションの売りとプットオプションの買いは上述のオプション市場の性質より、損失を穴埋めする方向に働く。例えば、コールオプションの売りについて、スポットの上昇で▲5円、ボラティリティの下落で+5円と仮定すると、コールオプションから発生する損益はゼロ。プットオプションも同様に仮定すれば、残るのは先物のロングポジションの収益のみとなり、先物ロングのポジション効果が得られる。また、仮に日経平均先物が21,000円へ大幅下落した場合、コールオプションの売りは上の行使価格であることから収益となり、プットオプションの買いと先物ロングのポジションは、先物+10枚、プットオプションのデルタは▲50枚超（満期までの期間により異なるが、先物が行使価格の22,000円を下回っているためデルタが通常50%は上回る）となり、ネットポジションは先物ショートと同様の効果となる。

以上より、“ヘッジ付きリスクリバーサル”がテールリスクに備えつつ、ロングポジションと似た効果を得られる戦略、と言われる所以である。戦略は多岐多様に渡るが、このように市場の性質をうまく利用した戦略を用い、難相場を乗り切りたいものである。尚、上述の戦略は先物市場、オプション市場の動向により、同等の効果が期待できないこと、反対に損失が生じてしまう可能性もあるので、その点は十分留意して頂きたい。

【図】日経平均株価過去1年（円）



（出所：Bloomberg,あおぞら銀行加工）

## 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