

グローバル・マーケット・レター

金融市場部

エコノミック・データ

日付	経済指標	内容	予想比／前回比	
11/25 (月)	独：IFO 企業景況感指数(11月) 米：シカゴ連銀全米活動指数(10月)	95 ▲0.71	→	↑ ↓
11/26 (火)	日：企業向けサービス価格指数(10月) 米：消費者信頼感指数(11月)	前年比 2.1% 125.5	↑ ↓	↑ ↓
11/27 (水)	米：GDP 成長率(7-9月期) 米：耐久財受注(10月)	年率 2.1% 前月比 0.6%	↑ ↑	↑ ↑
11/28 (木)	日：小売売上高(10月) ユーロ：経済信頼感(11月)	前年比▲7.1% 101.3	↓ ↑	↓ ↑
11/29 (金)	日：鉱工業生産(10月) ユーロ：消費者物価指数(11月)	前月比▲4.2% 前年比 1.0%	↓ ↑	↓ ↑

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

7-9月期 GDP 成長率改定値は速報値の 1.9%から 2.1%へと上方修正され、4-6月期の 2%成長から加速していることが確認された。加えて 10月耐久財受注も前月比でプラスとなるなど米経済の後退局面入りは回避されそうだ。トランプ大統領が香港人権法案に署名し法案成立となったことに対し中国側は反発しており、米中部分合意は来年に持越されそうとの思惑が広がるが、市場は既に織込み済みで来年早い段階での合意が期待される。

・欧州

ユーロ圏 11月の経済信頼感や消費者物価指数、独 11月の IFO 企業景況感指数など、足元の欧州経済指標には反転の兆しが見られる。独では連立政権の一角を担う SPD(社会民主党)の党首選で、連立に懐疑的な中道左派のペアが新党首となった。今後連立継続の条件として、メルケル政権が掲げてきた均衡財政の見直しなどを要求する模様で、市場の独財政支出拡大への期待は高まる。

・日本

10月の小売売上高は消費税増税の駆け込み需要の反動や台風など悪天候の影響で前月比▲14.4%と9月の+7.2%から大きく落ち込み、10月鉱工業生産も米中貿易問題の影響もあり前月比▲4.2%と悪化した。足元の経済指標は低迷するが、外需面では来年の米大統領選に向けて景気対策による米経済の加速が見込まれつつあるうえ、内需面では災害からの復興対策および消費税増税とオリンピック後の経済下振れ対策として 10兆円程度の補正予算計上が見込まれ、製造業中心に業績の底打ちが期待できよう。

世界株式

		直近値(11/29)	先週比%	年初来%	
				現地通貨ベース	円貨ベース
(北・南米)					
ダウ工業株	米国	28,051.41	0.63%	20.25%	19.97%
S&P500種	米国	3,140.98	0.99%	25.30%	25.00%
ボベスパ	ブラジル	108,233.30	-0.42%	23.15%	11.67%
(欧州)					
ユーロ・ストックス50	ユーロ圏	3,703.58	0.44%	23.39%	18.41%
FT	英国	7,346.53	0.27%	9.19%	10.52%
DAX	ドイツ	13,236.38	0.55%	25.36%	19.60%
(アジア・太平洋)					
日経平均	日本	23,293.91	0.78%	16.38%	16.38%
上海総合	中国	2,871.98	-0.46%	15.16%	11.60%
ASX200	オーストラリア	6,846.00	2.03%	21.25%	16.17%
SENSEX	インド	40,793.81	1.08%	13.10%	9.56%

出所 (Bloomberg)

・日本

政府は災害対策と消費増税およびオリンピック後の景気冷え込み対策として10兆円超の15ヶ月補正予算を策定しており、実現すれば第2次安倍政権下で最大規模。真水で10兆円ともなればGDPを約0.9%押し上げる。財源は国債増発で賄われる見込みで、世界最大の公的債務を抱える財政状態はさらに悪化する一方、今まで同様、財政赤字拡大にも拘わらず円金利が低レベルを維持できるのであれば、ゴルディロックス相場の様相を呈し、世界的に割安と言われる日本の株価は急上昇する可能性がある。

世界債券

債券利回り	2年債	5年債	10年債	先週比(10年債)
米国	1.62	1.63	1.78	0.01
英国	0.54	0.51	0.70	-0.01
フランス	-0.59	-0.39	-0.05	-0.01
ドイツ	-0.63	-0.58	-0.36	-0.00
イタリア	0.03	0.56	1.23	0.05
スペイン	-0.39	-0.09	0.42	0.01
日本	-0.17	-0.17	-0.07	0.00
オーストラリア	0.68	0.70	1.04	-0.06

出所 (Bloomberg)

・米国

米中貿易戦争に対する過度な悲観論の修正が進み最高値を更新する米株上昇を材料に金利も上昇し易い地合い。ただしFRBによる「今まで失業率の最低水準を高く設定し過ぎていた」として、堅調な雇用を受けた2018年までの利上げが行過ぎていたとの認識を拠所に米金利は低位安定している。米消費者物価がFRB目標の2%から大きく加速するとは考えづらく当面の金融政策は現状維持が予想され、動きが出るとすればパウエル議長やトランプ大統領の発言が材料か。



為替

(ドル・円チャート)



(ユーロ・円チャート)



(豪ドル・円チャート)



(ブラジルレアル・円チャート)



出所 (Bloomberg)

・ **ブラジル**

米中貿易摩擦の影響等で貿易黒字が減少し、10月の経常赤字は\$▲79億と2014年10月の\$▲93億に次ぐ規模となった。ボウソナロ政権による経済改革路線の後退懸念や低迷するインフレ率に加え、コロンビアの反政府デモやチリの暴動など南米大陸に広がる政局混乱に対する警戒感から、通貨レアルもつられて下落し対米ドルでは過去最安値を更新した。ただし、堅調な世界株価に伴いボベスパ指数は最高値更新を伺う状況で、堅調な株価と資源価格推移を見る限りレアルの下値は限定的か。

今週の予定

- 12月2(月) 米：ISM 製造業景況指数(11月)、中：購買担当者指数(11月)
- 12月3(火) ユーロ：生産者物価指数(10月)、豪：金融政策委員会
- 12月4(水) 米：ISM 非製造業景況指数(11月)、中：サービス部門購買担当者指数(11月)
- 12月5(木) ユーロ：GDP 成長率(7-9月期)、小売売上高(10月)、米：製造業新規受注(10月)
- 12月6(金) 独：鉱工業生産(10月)、米：雇用統計(11月)

今週のトピック---仕組債のしくみ

株式と債券の中間のリスクリターン特性を持ち、比較的クーポンが高いとして仕組債が人気である。仕組債はなぜ高めのクーポンがついているのかというと、デリバティブとしてオプションの売りを内包しているため。ここで1年満期の日経平均リンク債をおおまかに分解してみよう。

1年満期の日経平均リンク債(当初株価 23,000 円)で、ノックインを 65%(KI:14,950 円)、ノックアウトを 100%(KO : 23,000 円)、クーポンを 1%(0.25%×4 回)とした場合の満期償還金額の簡単なシミュレーションは次のようになる。

図 1. 満期償還金額のシミュレーション図(日経平均)

図 2. 満期償還金額のシミュレーション図(債券)

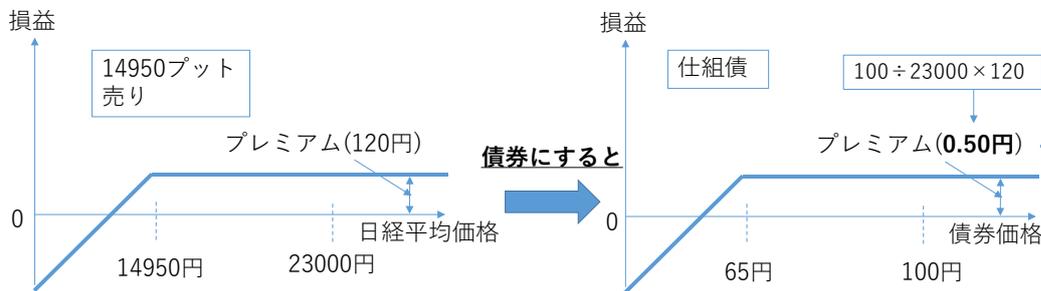


図 3. クーポン期待値の計算

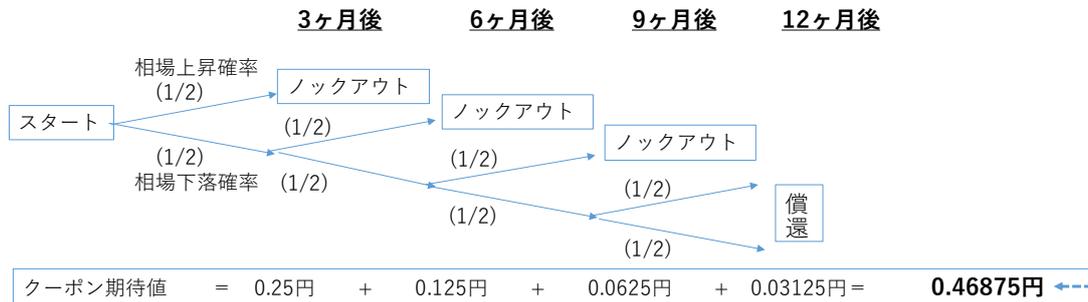


図 1 は行使価格 14,950 円の日経平均プットオプションを売却したときの満期損益線で、そのオプションプレミアムを直近のボラティリティー25%を使って計算すると 120 円(*)。相場が下落して 14,950 円以下となれば原資産の買持ちポジションとなり、原資産価格の下落と共に損失が膨らむ。

図 2 は図 1 のオプションを額面 100 円の債券に直して計算した場合。プレミアム 0.50 円が、お客様に 4 回に分けて支払われる仕組債のクーポン原資となる。ノックインとなれば損失が出るのは図 1 と同じ。

図 3 はクーポン期待値の計算。まず初回クーポン 0.25%は必ず支払われる。3 ヶ月後に相場が当初株価より上昇してノックアウトする確率を約 1/2 と仮定し(**)、ノックアウトせず次の 6 ヶ月後に支払われるクーポン 0.25%の期待値は $0.25 \times 0.5 = 0.125\%$ 。同様に 9 ヶ月後は $0.25 \times (0.5)^2 = 0.0625\%$ 、12 ヶ月後は $0.25 \times (0.5)^3 = 0.03125\%$ 。それらクーポン期待値を合計すると、 $0.25 + 0.125 + 0.0625 + 0.03125 = 0.46875\%$ で、ほぼオプションプレミアム(0.50%)を期待値ベースでお客様にお支払いする仕組み。

*ボラティリティーが上昇するとオプションプレミアムも上昇し、仮に上記 14,950 円プットのボラティリティーが 30%に上ると、プットプレミアムは 120 円から 220 円となり、債券のプレミアムは 0.50 円から 0.94 円へと上昇する。

**実際にはノックアウト時にはオプションの早期解約費用が発生するうえ、先行きのノックアウト確率は 1/2 ではなくなるため、モンテカルロ法と呼ばれる複雑なデリバティブ計算をしている。 担当 清水



【免責事項】

本書は、あおぞら証券株式会社（以下「当社」という。）が、当社及び株式会社あおぞら銀行（以下「あおぞら銀行」という。）のお客さまへ投資の参考となる情報提供を目的に作成したものであり、金融商品に係る取引を勧誘するものではありません。

本書は、当社が、公表されたデータ等又は信頼できると判断した情報に基づいて作成しており、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、当社は、あおぞら銀行その他当社の関係会社（以下「あおぞら銀行等」という。）と独立した立場で本書を作成しており、あおぞら銀行等からお客さまへ提供される他の情報・資料等と分析・見通し・予測・見解等が相違する場合があります。また、本書に記載された見解等の内容のすべては作成時点のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。

投資に際しては、取引の内容及びリスク等を十分にご理解の上、お客さまご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

本書の一部又は全部を無断で複製、送信又は配布等行わないようお願いいたします。

当社及び当社の関係会社は、本書に記載された金融商品についてポジションを保有している場合があります、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社及び当社の関係会社は、本書に記載された会社に対し、引受等の投資銀行業務、その他のサービスを提供し、かかる同サービスの勧誘を行うことがあります。

【金融商品取引法に係る重要事項】

手数料等について

当社との取引にあたっては、各金融商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。外貨建ての金融商品等の場合、円貨と外貨、又は異なる通貨間で交換する際の為替レートは、外国為替市場の動向に応じて当社が決定した為替レートによるものといたします。

リスク等について

当社が取扱う各金融商品には、株式相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の変動等や、投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等の裏付けとなっている株式、債券、投資信託、不動産、商品、カバードワラント等（以下「裏付け資産」といいます。）

の価格や評価額の変動に伴い、金融商品等の価格が変動することにより損失が生ずるおそれがあります。また、発行者又は保証会社等の業務や財産の状況に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者又は保証会社等の業務や財産の状況の変化が生じた場合、金融商品等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

上記の手数料等およびリスク等は、金融商品ごとに異なりますので、当該金融商品等の契約締結前交付書面や目論見書、又はお客さま向け資料等をよくお読みください。なお、詳細については、当社担当営業員までお問い合わせください。

商号等：あおぞら証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1764号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会