

## 解 説

### 一般投資家のための株価指数先物・オプション講座 (20 最終回)

#### 第十章 講座を振り返って

これまでの講座の内容を簡単に振り返ってみよう。

##### 第一章 日本の株価指数先物・オプション市場の歴史とその背景

ステージ 1 株先50上場

ステージ 2 日経225先物・オプションの誕生

ステージ 3 日経300先物・オプションの誕生

##### 第二章 株価指数先物

基礎編 先物取引の基本的な考え方とその仕組み

応用編 その1 思惑売買取引

応用編 その2 ヘッジ取引

##### 第三章 株価指数オプション

基礎編 その1 その概要

基礎編 その2 オプション・プレミアムの決定要因

基礎編 その3 ブラック・ショールズモデル

応用編 その1 オプションを用いた戦略

応用編 その2 オプション・ポジションの管理

##### 第四章 限月間スプレッド取引の実際

日経300先物の限月間スプレッド取引の誕生

##### 第五章 デリバティブ取引規制論議の推移

##### 第六章 株価指数先物・オプションを用いた裁定取引

その1 裁定取引とは

その2 裁定取引の実際

##### 第七章 株価指数先物・オプションを利用したヘッジ

1 ヘッジとは

2 株価指数先物を利用したヘッジ

3 株価指数オプションを利用したヘッジ

##### 第八章 ポートフォリオ・インシュランス

##### 第九章 株価指数先物・オプションの理解に役立つ諸知識

その1 先物・オプションの理解を深めるために役立つ数学

その2 先物取引に関わるテクニカル手法の数々

#### 第十章 講座を振り返って

第一章において、日本で導入された株価指数先物・オプションに係わる歴史と背景について解説し、どういふ生いたちであったかを理解することがテーマであった。株先50から日経225先物・オプション、そして、TOPIX先物・オプション(東証)、オプション25(名証)、最後に日経300先物・オプションへと続々と上場していく過程でさまざまな金融事情と重なり合い、その金融市場がそれらの本当の意義を、その度、着実に認識していくには、あまりにもそのスピードと変化がありすぎたようである。今になってみれば、ある程度時間が経過したことでその解釈に余裕もみられはじめ、また、いろんな角度から有識者による有益な分析がなされ、ある種の総括が一段落した模様である。幸い、先物・オプション取引の金融市場への係わり合いの歴史のプロセスが海外市場の例で学べるだけに、ある程度の将来への姿の方向性もイメージできる。来年には、個別株式オプションが上場予定され、欧米に並ぶ形態となる。

第二章からは、株式指数先物・オプションの具体的な解説に入った。大証が発行する先物・オプションレポートでは何度も同様な講座が設けられた。その数々の講座の中でその度理解が十分であれば、それにまさるものはない。読者にとっては同じような解説があってもその理解度はさまざまである。そういう点で今回の講座でそのすき間がうめられれば幸いである。今回の講座の最大のテーマはわかり易さである。極力その趣旨に沿うよう工夫したが、どうしても避けられない点がある。それは数学的知識である。株価指数先物・オプションの理論を解説する際にどうしても難解な数式が登場してくる。そこでどうしても手がとまり、投げすててしまうケースが多い。

ではどのあたりから数学的な知識を確立していくかであるが、その問いに対し、良心的な答えはない。またあったとしても、そんな時間もないというのが現実的であろう。

それで、第九章において、株価指数先物・オプションの理解に役立つ諸知識の中でそれを試みてみた。しかし、その講座を通じて、読者が理解を深めたということより、より難解になったというのが正直な感想である。より易

しく解説しようとするほど、逆に難しくなっていくのが本当のところであろう。

そこでこれらを解決する妥協案として、パソコン利用を提案したい。最近ではパソコンの普及が著しく、それに搭載されるソフトも多種多様である。高等数学を組み込み関数として利用できるソフトもあるため、どのような数学知識が使われているかをおさえておけば、その難解な式の理解のたな上げが一時可能になる。株価指数先物・オプション取引のルールと、さまざまな投資戦略を自分のものにし、難解な式の理解はパソコンに依存するスタイルである程度のレベルに進むことができる。パソコン利用に関する説明書は、書店に足を向ければ簡単に入手できるため、あとは利用方法についての根気との戦いである。

次に進むステップとして何が必要か。

理論と現実マーケットとの皮膚感覚の確立である。それは実際のマーケットの動向が理論と乖離している状態が数多くみられるからである。たとえばボラティリティがその代表例といえる。

ボラティリティがいくらが妥当であるかを決定することは、極論すればオプション価格を決定できることと同義である。28%が高く、12%が低いという表現は過去のデータからは直感的にわかるが、さらに5%ボラティリティが小さくなった時、12%が低いという直感的判断は覆されてしまうであろう。その時その時の市場の需給環境でそれらはゆれ動くため、市場環境と照し合せて、総合的に判断していく習慣や経験の積み重ねが大切になってくる。第九章のその2(19回講座)で市場需給を深るテクニカル分析の例を紹介したのは、そういった現実問題を解消する一つの手段として、自分自身でインディケータを作ることによって市場動向と理論との温度差や市場からのメッセージを自分なりに感じ取る必要性を指摘したかったからである。

さて今後、大型派生商品として、来年にも大証において個別株式オプションが上場されるであろう。また、限月間スプレッド取引の対象範囲の拡大、各種株価指数(た

例えば業種別指数)、インターマーケットスプレッドを原資産とした派生商品なども登場してくるだろう。そこでどういものが登場してこようとも、株価指数先物・オプションに携わる関係者が忘れてはならない事は原資産の動向への執着である。それら関係者たちのよく陥る落とし穴は、原資産動向を軽視してしまうことで、本末転倒に気づかない事である。先物・オプションの動きが原資産の動きと大きく乖離している局面が多く見られるが、本来の相場の強弱は原資産の動向をみて判断することが肝要である。それは計算数値に対する執着への戒めにつながる。実感のない計算結果は実体を反映していないとみるべきである。特に統計処理等をほどこした分析結果によくあるケースで、あまりに精緻な数値がどの程度の意味を実際に持つのかと常に省みることも大切な点であろう。

最後に、ひとことつけ加えておきたい事柄として、エクイティ・スワップの解禁の影響をとりあげよう。日本の株式市場は欧米と比較して、金利に対する株式市場の連係が薄く感じられる。エクイティ・スワップはすでに外資系金融機関を中心にさまざまなアイディアで海外市場にて拡大している。これが本格的に日本においても取引手段として拡大していくと、金利と株式の関係がより深まり、株式を金融商品として再認識していくことになろう。金利と株式の相互の説明度が高まることで、株式市場のあり方や市場参加者たちの経験則的投資戦略の変更が余儀なくされ、欧米と比較してわかりにくい日本の株式市場に大きく影響を与えよう。かつて、機関化現象が株式市場を大きく変えたように。

この講座を通じて何か得るものがあれば幸いである。読者の今後のご活躍を祈り、講座を終える。

〔 日本債券信用銀行  
キャピタル・マーケット 第4グループ  
エクイティ・トレーディングチーム  
ストラテジスト 城下 関 応 〕